

LES SYNDICATS D'ÉMISSION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le vendredi 29 mai 1914, à 1 h. 1/2

PAR

Yves LE ROY

Président : M. THALLER.

*Suffragants : { MM. LYON-CAEN, } professeurs.
 { DESCHAMPS, }*

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

—
1914

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES SYNDICATS D'ÉMISSION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le vendredi 29 mai 1914, à 1 h. 1/2

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK.
LEIDEN

PAR

Yves LE ROY

Président : M. THALLER.

*Suffragants : { MM. LYON-CAEN, } professeurs.
 DESCHAMPS, }*

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1914



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41551616_0016

BIBLIOGRAPHIE DES PRINCIPAUX OUVRAGES CONSULTÉS (1).

Ouvrages et travaux spéciaux sur les syndicats d'émission.

- Angeloni (V.).** — Sindacati finanziari. Milan, 1909.
- Chassériau (P.).** — Des syndicats d'émission de valeurs et de leur responsabilité. Thèse Paris, 1898.
- Fürth (H.).** — Das Begebungskonsortium. Thèse Breslau, 1911.
- Grzimek (G.).** — Die Rechtsgrundsätze der Begebungskonsortien. Thèse Breslau, 1910.
- Meyer.** — Zur Stempelpflicht der Konsortialgeschäfte, dans le *Holdheim's Monatsschr.*, 1909, pp. 72 et suiv. et 126 et suiv.
Note dans le *Répert. périod. de l'Enregistr.*, n° 11.396.
- Pelsmaeker (P. de).** — Des associations commerciales en participation et des syndicats financiers. Bruxelles et Paris, 1904.
- Pic (P.).** — Note sous Dalloz, 1896.2.481.
- Sydow.** — Ueber Consortien zur Aktienbegebung, dans le *Zeitschr. für das ges. Handelsrecht*, 1873, t. XIX, p. 427 et suiv.
- Thaller (E.).** — Syndicats financiers d'émission (Organisation, responsabilité). *Annales de dr. comm.*, 1911, p. 5 et 83, et tirage à part. Paris, 1910.
- Vivante (C.).** — I sindacati per la compra e per la vendita delle azioni, *Riv. di dir. comm.*, 1904.1.265.
- Worrings (J.).** — Die Emissionskonsortien. Thèse Heidelberg-Leipzig, 1910.
- Ziegler (Von).** — Zur Frage nach der Rechtsnatur der Emissionskonsortien, dans le *Holdheim's Monatsschr.*, 1907, p. 25 et suiv.

(1) On trouvera dans le corps de l'ouvrage les références concernant le développement historique des syndicats d'émission et les questions de législation.

Travaux juridiques et économiques sur les émissions.

- Arthuys (F.).** — De la constitution des sociétés par actions. Paris, 1898.
- Cohn (G.).** — Die Kreditgeschäfte, dans le *Endemann's Handbuch*, t. III, 1881, p. 832 et suiv.
- Collas (H.).** — La Banque de Paris et des Pays-Bas, et les émissions d'emprunts publics et privés. Thèse Paris, 1908.
- Documents du Congrès des Sociétés par actions. Bruxelles, 1910, 6^e question.
- Engelhard (W.).** — Das Emissionsgeschäft. Thèse Erlangen, 1909.
- Hirsch (G.).** — Die Rechtsverhältnisse des Emissionshauses zu den Beteiligten. Thèse Heidelberg, 1910.
- Jannet (Claudio).** — Le capital, la spéculation et la finance au XIX^e siècle. Paris, 1892.
- Konstantinoff (St.).** — Les systèmes d'émission des emprunts publics. Thèse Toulouse, 1910, et la bibliographie qu'il donne sur le sujet.
- Laskau.** — Die Emission von Aktien in ihrer rechtlichen Bedeutung. Thèse Greifswald, 1905.
- Levillain (C.).** — Note sous D. 1890.2.265.
- Lotz.** — Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts. Thèse Leipzig, 1890, et *Jahrbuch für Gesetzgebung*, 1890, II, p. 57 et suiv.
- Mayer (Bruno).** — Die Emission von Wertpapieren, Vienne, 1900.
- Mayer (J.-D.).** — Le marché de Londres envisagé spécialement au point de vue des valeurs mobilières. Thèse Paris, 1913.
- Navarrini.** — La costituzione simultanea della societa per azioni, *Annale de Pérouse*, 1906.
- Percerou (J.).** — Des fondateurs de sociétés anonymes. Thèse Dijon, 1896.
- A. Pottier.** — Des émissions et introductions financières, Paris, 1907.
- Riesser.** — Die deutschen Grossbanken und ihre Konzentration, 3^e éd. Iéna, 1910.
- Sayous (A.-E.).** — Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce. Paris, 1898.
- Les Banques de dépôt, les banques de crédit et les sociétés financières. Paris, 1901.
- Silbernagel (Alf.).** — Die Gründung der Aktiengesellschaft. Berlin, 1907.

- Thaller (E.).** — Emission d'actions à prime, dans la *Rev. crit. de législ. et de jurispr.*, 1881, p. 519 et suiv.
- Thiwissen.** — Das Emissionsgeschäft. Thèse Erlangen, 1900.
- Wolff (Em.).** — Die Praxis der Finanzierung, Berlin, 1^{re} édit., 1905 ; 2^e édit., 1908.
- Zéraffa.** — Des souscriptions d'actions de sociétés anonymes, thèse Paris, 1901.

Traité généraux.

- Jobit (M.).** — L'association commerciale en participation. Thèse Paris, 1912.
- Poulle.** — Associations commerciales en participation. Paris, 1887.
- Renaud et Laband.** — Das Recht der stillen Gesellschaften. Heidelberg, 1885.
- Les traités généraux de droit commercial français et étranger : Cosack (t. II et III), Endemann (t. I et III), Goldmann (t. II), Lyon-Caen et Renault (t. II et IV), Randa (t. II), Staub, Thaller, Vivante (t. II).
- Les traités français et étrangers sur les sociétés commerciales : Arthuys, Cellérier, Decugis, Floucaud-Pénardille, Goirand, Gore-Brown, Houpin, Lehmann, Mouret, Palmer, Pic, Pinner, Rousseau, Rubat du Mérac, Sivil, Tchernoff, Vavasour.
- Wahl (Alb.).** — Traité du régime fiscal des sociétés et des valeurs mobilières, Paris, 1909 et les traités fiscaux,

Périodiques.

- Annales de droit commercial, Droit financier, Economiste français, Economie nationale, France économique et financière, Gazette des sociétés, Journal des sociétés (J. S.), Journal des tribunaux de commerce, Répertoire périodique de l'enregistrement, Revue juridique de la banque et de la finance, Revue des sociétés (R. S.), et les recueils de jurisprudence.*
- Jurisprudence commerciale de Bruxelles, Pasierisie belge, Revue pratique des sociétés (Nyssens et Corbiau).*
- The Economist.*

Monatsschrift für Handelsrecht und Bankwesen (Holdheim), *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts* (R. O. H. G.), *Entscheidungen des Reichsgerichts in Civilsachen* (R. G.).

Foro italiano, Rivista di diritto commerciale.

Arrêts du tribunal fédéral suisse.

LES SYNDICATS D'ÉMISSION

INTRODUCTION

Dans la langue pleine d'expressions techniques que se sont créées les financiers, on rencontre avec insistance le terme de *syndicat*. Il intervient dans des occasions très diverses et renferme à première vue dans ses limites incertaines tous les groupements transitoires et de faible cohérence qui s'agrègent et se dissolvent à chaque instant dans les milieux de bourse, de banque ou d'affaires.

Mais il est difficile de préciser davantage sa signification. Que de fois on constate combien les praticiens comprennent différemment le syndicat, même lorsqu'ils lui accolent une épithète qualificative : *syndicat de placement*, *syndicat d'émission*, *syndicat de défense*, *syndicat d'études*, *syndicat de bourse* ! Et principalement lorsqu'il s'agit des groupements formés pour émettre des valeurs mobilières, quelle incertitude dans les contrats qui les régissent, à part quelques clauses sur lesquelles l'accord est à peu près fait, par exemple les clauses de répartition entre syndicataires des titres non placés (*forme parisienne* et *forme lyonnaise*) ! Demandez à vingt banquiers ce qui sépare un *syndicat de garantie* d'un *syndicat de prise ferme*, ou un *syndicat de*

bourse d'un syndicat de placement ou de vente, et vous obtiendrez vingt réponses divergentes.

Cette incertitude dans le langage et les pratiques syndicales est d'autant plus regrettable qu'elle ne correspond pas, à notre avis, à une réelle indétermination dans les faits. Notre étude voudrait montrer que les différents syndicats peuvent s'organiser d'une manière distincte et parfaitement logique, et nous croyons qu'un tel travail, s'il atteignait son but, comblerait utilement une lacune.

Il n'est pas, en effet, sans inconvénient que le mécanisme syndical reste aussi mal connu. En premier lieu, l'obscurité dont il est entouré est une des causes de la suspicion où le tient le public. On lui a imputé la gravité de la crise de 1882, après le krach de l'Union générale ; on lui reproche encore de dresser en peu de temps des fortunes imméritées, et l'on attribue chaque scandale financier à l'intervention d'un syndicat louche. Il est probable qu'une connaissance plus précise du mode de création et du fonctionnement du syndicat ferait dans bien des cas disparaître ces préventions.

Mais l'utilité d'éclaircir la matière apparaît surtout lorsqu'on constate l'ignorance où sont souvent les praticiens quant à la portée exacte de l'engagement qu'ils prennent en entrant dans un syndicat ou en en formant un. Plus d'un petit banquier nous a, il est vrai, déclaré qu'une fois fixé sur l'étendue éventuelle de ses bénéfices ou de ses pertes et sur le crédit du groupe émetteur, peu lui importaient les autres clauses syndicales. Et certaines grosses banques ont paru craindre qu'en analysant de près les syndicats, on n'appelle l'attention des spécialistes sur certaines dispositions litigieuses dans les actes syndicaux, ou qu'en tous cas, on n'alimente d'inutiles et regrettables procès. Mais ce ne sont pas là des objections. Les procès syndicaux seront tou-

jours rares, parce que les banquiers sont trop solidaires les uns des autres pour engager à la légère des procédures fraudatoires : ils savent trop bien qu'ils seraient aussitôt notés sur la liste noire et exclus à l'avenir de toute participation. Néanmoins, on conçoit que les syndicataires veuillent connaître précisément leurs droits et leurs obligations ; sachant quels sont leurs droits, ils pourront s'opposer aux abus de pouvoir du gérant du syndicat ; mis en face de leurs obligations, ils s'y soumettront sans protester. Ainsi, loin de susciter de nouveaux procès, la détermination du cadre syndical permettrait bien plutôt d'en éviter : combien de syndicataires ignorent aujourd'hui dans quelle mesure ils sont liés envers la société dont le syndicat place les titres ! Combien ne se doutent pas de la responsabilité que certains actes de leur mandataire, le gérant, leur font encourir ! Une action sera un jour intentée contre eux à l'improviste, qu'une rédaction plus prudente des conventions syndicales, une surveillance plus active de la direction auraient peut-être permis d'éviter. Ajoutez encore que tant que l'opération reste aussi imprécise, le fisc, toujours à l'affût de ressources nouvelles, a beau jeu pour traquer les syndicats : il l'a bien fait voir assez récemment à propos de la taxe sur les opérations de Bourse ; on sait qu'il est au contraire souvent possible d'éviter un droit lorsqu'on connaît les conditions exactes de sa perception.

Ainsi la détermination de la valeur juridique des conventions syndicales peut avoir des conséquences pratiques immédiates. Sans doute plus d'une clause dont la validité apparaît douteuse demeurera pourtant inscrite dans les actes syndicaux ; car ceux-ci resteront des conventions de bonne foi, dont le texte gardera pour la plupart des associés une valeur de parole donnée, et pour certains autres une

portée comminatoire. Mais aucun d'eux ne pourra se plaindre d'avoir agi dans l'ignorance. Et si malgré tout naissait une question litigieuse, sa solution serait rendue plus facile par la réunion dans un seul corps des opinions doctrinales et des décisions jurisprudentielles (1) relatives aux syndicats.

Nous n'examinerons pourtant pas au cours de cette étude toutes les modalités de syndicats. Certaines d'entre elles ont déjà fait l'objet de travaux assez nombreux, tels les syndicats de défense (2) ; d'autres sont complètement amorphes et leur structure est dans chaque espèce différente, tels les syndicats d'études (3). Restent ceux qui s'efforcent de prélever un bénéfice en opérant des transactions sur les valeurs mobilières, *syndicats de bourse* et *syndicats d'émission*. Nous ne nous occuperons ici que de ces derniers, appelés parfois aussi syndicats de placement, et dont l'évolution est la plus avancée.

Qu'est-ce donc qu'un syndicat d'émission ?

Il n'est pas aisé de le distinguer du syndicat de bourse parce qu'il mérite lui-même ce nom au cas où il introduit les titres par voie de vente en bourse et qu'il a emprunté à cette forme syndicale diverses clauses, par exemple celles de blocage et de rachat des titres. Mais il est caractérisé par son butéconomique, l'émission.

(1) La jurisprudence relative aux syndicats est plus considérable qu'on ne le croit généralement ; mais la majorité des décisions se place entre 1880 et 1890 et ne forme pas un système complet. Nous utiliserons beaucoup la jurisprudence belge, très active.

(2) Guichard, *De la protection de l'épargne française et des syndicats de valeurs étrangères*, th. Poitiers, 1901, et toute la littérature sur la défense des droits des obligataires.

(3) Cf. H. Decugis, *Guide prat. des fondateurs de soc. par actions*, Paris, 1910, p. 98.

Le mot *émission* a un double sens, un sens technique et un sens usuel. Au point de vue juridique, il y a émission dès que les titres ont une existence juridique, dès qu'ils confèrent un droit contre la société (Cass., 13 juin 1903, D. 1904.1.326) ; ainsi la loi du 30 janvier 1907, en établissant une notice obligatoire, distingue l'émission des expositions, mise en vente et introduction. Mais la pratique parle d'émission lorsque les titres sortent du cercle étroit des promoteurs et sont mis en circulation, alors même qu'il y aurait là seulement une revente de valeurs déjà émises : l'émission se place au moment de l'offre au public.

Le syndicat d'émission a précisément pour but l'émission prise dans son acception usuelle : il constitue une *association de banques qui sert d'intermédiaire pour introduire dans le public des valeurs mobilières-n'y ayant pas encore pénétré*. Et c'est en quoi il diffère du syndicat de bourse. Celui-ci cherche souvent aussi à écouler sur le marché des titres dont il est détenteur ; mais il dirige son effort sur des valeurs déjà mises dans le trafic, soit qu'il prête son aide à une société pour relever la cote de ses titres, soit qu'il cherche seulement à réaliser une différence de cours par des manœuvres spéculatives. Aussi peut-on voir, en cas de constitution d'une société, un syndicat de bourse intervenir très peu de temps après le lancement des actions sur le marché, si elles sont en baisse ; et inversement, si les fondateurs conservent longtemps les titres en portefeuille, il est possible que le syndicat d'émission ne fonctionne qu'après plusieurs exercices sociaux.

L'utilité économique des syndicats d'émission a été plus d'une fois discutée. Nous retrouverons la controverse ; disons seulement ici que le public aurait tort de s'étonner de leur intervention. Les valeurs mobilières sont aujourd'hui

d'hui des marchandises analogues aux autres, elles donnent lieu à des transactions aussi nombreuses et aussi importantes ; il est naturel que des intermédiaires s'interposent dans leur circulation tantôt en achetant pour revendre, tantôt à titre de commissionnaires, comme les commerçants s'interposent entre les producteurs et le public. Les syndicats d'émission ont alors la même portée économique que les ententes ou syndicats commerciaux pour l'écoulement des denrées. Il est vrai que de telles ententes constituent entre commerçants une exception, alors que les syndicats sont devenus dans le milieu financier d'un usage constant. Mais c'est que l'association y présente des avantages plus considérables que partout ailleurs. Non seulement elle vaut aux financiers les bénéfices que procure toute association de capitaux, c'est-à-dire qu'elle augmente le rendement de leurs disponibilités d'une manière plus que proportionnelle, non seulement elle étend leur champ d'action et par suite leur puissance en groupant leurs clientèles respectives, non seulement elle atténue entre eux la concurrence, mais encore elle constitue un précieux instrument d'assurance : or, l'atmosphère financière est soumise à de si brusques variations de température, les conjonctures les mieux déduites y sont si souvent démenties, les intérêts en jeu si complexes et les conséquences des échecs si graves que tout mécanisme propre à amortir les chocs, comme le fait le syndicat d'émission (nommé parfois pour ce motif syndicat de garantie), reçoit un accueil favorable.

La possibilité d'utiliser le syndicat d'émission à la fois comme arme offensive et comme arme défensive explique qu'on fasse si souvent aujourd'hui appel à son concours. La plupart des émissions se font par son intermédiaire, il s'est dégagé peu à peu un modèle à peu près constant d'acte

syndical et certaines grandes banques ont même institué des services spéciaux dirigés par un chef des syndicats.

Mais si les syndicats d'émission sont très fréquents, leur structure interne reste, nous l'avons déjà dit, peu connue : ils demeurent dans cette partie un peu mystérieuse de la finance où pénètrent les seuls spécialistes, et il est difficile de les étudier de près. C'est pourquoi nous répartirons ce travail en trois divisions :

1° Dans une première partie nous étudierons la vie des syndicats d'émission, c'est-à-dire que nous grouperons tous les faits que nous avons pu réunir à leur sujet ; nous n'avons pas la prétention de présenter tous les détails de leur structure et de leur fonctionnement, mais nous croyons suffisants ceux que nous rapportons, les plus usuels, pour dégager leurs caractères. Cette étude comprendra nécessairement l'examen d'abord de la formation et du développement historique des syndicats, dont les origines sont plus lointaines qu'on ne le pense en général, puis des pratiques syndicales modernes. Nous sommes particulièrement reconnaissant aux praticiens et aux grandes banques qui ont bien voulu nous fournir, non sans quelque hésitation, les renseignements qu'on trouvera ici.

2° Nous posséderons ainsi les matériaux que nous essaierons d'élaborer juridiquement dans notre seconde partie : après avoir précisé la structure juridique du syndicat, nous étudierons les rapports de droit qu'il établit entre ses membres ou vis-à-vis du fisc et des tiers ; enfin nous chercherons en quel sens l'intervention du législateur devrait, en cette matière encore peu réglementée, être dirigée pour être efficace. D'ailleurs les efforts de la doctrine ont, surtout depuis quelques années, défriché largement le terrain. En Allemagne, les syndicats, étudiés dès 1873, attirent à

nouveau l'attention, comme le prouvent plusieurs thèses récentes ; en Belgique, M. de Pelsmaecker, et surtout en Italie, M. Angeloni, en 1909, ont publié des travaux d'ensemble très approfondis. En France enfin, le rapport présenté par M. Thaller au Congrès des Sociétés par actions de Bruxelles en 1910 expose, sous une forme très condensée, la question dans toute sa complexité.

3° Nous réunirons dans une annexe les actes syndicaux qui nous ont semblé les plus intéressants, soit à titre documentaire, soit parce qu'ils constituent les formations les plus usitées dans la pratique française et étrangère.

PREMIÈRE PARTIE

LES SYNDICATS D'ÉMISSION AU POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

TITRE PREMIER

DÉVELOPPEMENT HISTORIQUE DES SYNDICATS D'ÉMISSION

« La plupart des grandes fortunes financières de ce temps, écrivait M. Vavasseur en 1884 dans la *Revue des Sociétés*, n'ont pas d'autre origine que les syndicats, mais il semble bien que cette source soit désormais tarie. Les syndicats ont vécu ; et ils attendent le Montesquieu qui écrira l'histoire de leur grandeur et de leur décadence ! »

Si justifiée qu'ait pu paraître à son heure cette prédiction, les faits l'ont démentie, et loin d'être une institution désuète, vestige d'une époque de tourmente, les syndicats restent aujourd'hui plus vivaces que jamais. Sont-ils appelés à disparaître dans un avenir prochain ? Nous ne le croyons pas davantage. Les syndicats ne sont pas uniquement un produit de notre actuelle organisation financière ; à celle-ci sans doute ils doivent leur forme présente, appelée à s'effacer avec les causes qui l'ont conditionnée. Mais

si l'on pénètre au-dessous de cette écorce temporaire, on s'aperçoit que les syndicats sont inhérents à la finance même, et qu'ayant existé depuis que l'argent joue parmi nous son rôle, ils sont destinés à durer aussi longtemps que lui.

Qu'est-ce en effet que le syndicat d'émission si, derrière les apparences, on envisage sa portée économique réelle ?

En tant que syndicat, c'est une association de financiers qui s'unissent pour diviser entre eux les risques d'une opération aléatoire, jugeant préférable de limiter leur gain éventuel plutôt que de courir les chances d'une perte qui les ruinerait en totalité.

En tant que syndicat d'émission, cette association s'efforce, par différents procédés et différents intermédiaires, de concentrer entre ses mains l'épargne disponible pour répondre au besoin qu'exprime l'émission. Qu'en échange elle remette au public des titres mobiliers, peu importe ; l'essentiel, c'est non pas sa fonction centrifuge, l'expansion des titres, mais sa fonction centripète, à savoir le drainage des capitaux à l'aide de canaux convergents.

Or c'est là l'essence même de la finance. De tout temps, la mission des financiers fut de « créer de l'argent », c'est-à-dire de découvrir et de centraliser celui qui se cache. « La concentration de la substance financière, de la valeur d'échange, le groupement de l'argent disséminé constitue l'objet principal et véritablement caractéristique de l'activité financière », dit M. Holbach (1). Dumas fils exprimait plus brutalement la même pensée : « Les affaires, c'est l'argent des autres. »

De tout temps, par conséquent, les financiers, intermé-

(1) F. Holbach, *La finance, essai d'une synthèse des faits et du droit*. Bruxelles, 1909, p. 87.

diaires désignés des capitaux en quête de placement, furent essentiellement des émetteurs. Et comme ils n'ont jamais pu, avec leurs seules ressources, satisfaire les besoins d'argent dépassant un certain niveau (niveau qui s'élève d'ailleurs à mesure que les banques obéissent à la loi de concentration), force leur a été de tout temps de former avec leurs collègues de fréquentes associations, de se syndiquer.

Seulement les conditions économiques ont évolué.

Longtemps une seule personne se trouva dans la nécessité de demander à l'épargne un concours très actif, l'Etat. Aussi ne rencontrerons-nous guère, jusqu'au xix^e siècle, que des syndicats d'emprunts publics. Dans chaque pays se constituent des associations de financiers destinées à procurer au gouvernement les sommes indispensables à la vie nationale, et ces associations revêtent les mêmes caractères :

1^o Elles ont le plus souvent la mission de percevoir les impôts ; car le crédit des Etats manque encore de stabilité, et les prêteurs jugent prudent de garder en main un gage pour se payer eux-mêmes.

2^o Elles sont en général plus durables que nos syndicats modernes ; parfois même une d'entre elles jouit d'un monopole de fait. Car il n'existe nulle part alors des réserves de capitaux analogues à celles qu'ont accumulées nos établissements de crédit, et les gouvernements ont intérêt à conserver dans leur dépendance des groupements très puissants et toujours prêts à répondre à leur appel.

- A partir du xix^e siècle, au contraire, l'essor de l'industrie et des sociétés par actions forme pour les capitaux un nouveau centre d'attraction ; d'autre part, les Etats ne veulent plus confier à leurs prêteurs la clef de leur coffre-fort. Alors les syndicats d'émission se transforment. Cessant de faire

partie de la chose publique, ils perdent leur influence politique immédiate, mais en revanche ils recouvrent leur indépendance ; débarrassés de la charpente compliquée qui entravait leurs mouvements et les condamnait à l'immobilité, ils deviennent plus souples, plus mobiles, et à mesure qu'on se rapproche de nous on suit leur adaptation progressive à tous les besoins financiers et leur intervention de plus en plus fréquente et active.

Mais ce changement d'apparences ne doit pas faire oublier la continuité réelle de l'évolution. Malgré des différences d'épiderme dues à l'adaptation à des milieux différents, il a toujours existé des syndicats d'émission, parce que le besoin auquel ils répondaient est constant ; et ces syndicats ont toujours été construits suivant les mêmes principes, parce que les manieurs d'argent ont toujours eu la même psychologie.

Nous pensons donc qu'il n'est pas possible de séparer les syndicats actuels de leurs antécédents, et qu'on peut trouver dans l'histoire la justification de leur existence et la réponse à maintes critiques qu'ont soulevées leurs actes.

CHAPITRE PREMIER

L'ANTIQUITÉ.

SOMMAIRE. — I. *Grèce*, les trapezites fermiers d'impôts. — II. *Egypte*. — III. *Rome* ; les syndicats de publicains ; organisation et émission de *partes*.

I. — Il semble à peine nécessaire au premier abord d'insister sur la Grèce où les questions financières et économiques ont, — si l'on s'en tient au peu de documents qu'elle nous a laissés sur la matière, — tenu fort peu de place.

On aurait tort cependant de la négliger. Si les besoins d'argent des particuliers étaient nécessairement limités par le caractère familial de l'industrie et du commerce, ceux des cités grecques, ambitieuses et guerrières, étaient proportionnellement très considérables, et il ne faut pas s'étonner de les voir entrer en composition avec les financiers (1).

Non que leur aide fût, comme aujourd'hui, requise en cas de dépenses extraordinaires. Rares étaient en effet les emprunts publics par suite du crédit insuffisant des Etats et de l'élévation du taux de l'intérêt (en moyenne de 12 à 13 0/0) ; on paraît aux besoins les plus urgents en levant

(1) Cf. surtout A. Boekh, *Die Staatshaltung der Athener*, 3^e éd., par Fraenkel, Berlin, 1886, 2 vol. ; Er. Ziebarth, *Das griechische Vereinswesen*, Leipzig, 1896 ; H. Francotte, *Les finances des cités grecques*, Liège, 1909.

sur les habitants du pays ou sur les plus riches d'entre eux des impôts forcés (1), en puisant dans les trésors des temples, ceux de Delos et de Delphes entre autres, et dans les réserves constituées pendant les années de paix (2).

Mais les financiers étaient les intermédiaires nécessaires à la perception des recettes ordinaires et tous les revenus publics leur étaient affermés. On les nommait *trapezites*, banquiers, car disposant, en raison même de leur situation de collecteurs d'impôts, de grandes quantités de numéraire, ils faisaient aussi avec les particuliers des opérations de banque (3). C'est parmi eux que nous rencontrerons le mécanisme syndical dans ses formes primitives.

Dès cette époque, en effet, l'esprit d'association était assez développé, et il est curieux de voir Xénophon recommander de n'entreprendre l'exploitation d'une mine qu'après avoir formé une société d'études pour faire les premières recherches et partager les premiers risques (4). La même tendance se manifestait dans la souscription des fermes publiques ; elles étaient soumissionnées par des syndicats de banquiers dissimulés derrière un adjudicataire principal,

(1) Un exemple montrera combien le crédit public était encore à son enfance : les Spartiates voulant faire aux Samiens un prêt pour reconquérir leur patrie décrétèrent qu'un jour de jeûne serait imposé aux habitants de Lacédémone, à leurs esclaves et à leur bétail, et que les citoyens apporteraient comme souscription à l'emprunt le montant des économies ainsi réalisées ! Aristote, *Economique*, II, 2, 9.

(2) Cf. E. Cavaignac, *Eludes sur l'histoire financière d'Athènes au V^e siècle*. Paris, 1908.

(3) Cf. Bernardakis, Les banques dans l'antiquité. *Journ. des Econ.*, juin et août 1881.

(4) Xénophon, *Traité des revenus*, IV, 32. — Cf. aussi Bækh, Ueber die Laurischen Bergwerke in Attika. *Mém. de l'Académie de Berlin*, 1815, p. 85.

αρχώνης, qu'assistaient des cautions, ἑγγυοι, ἑγγυεταί. Chaque année, lors du renouvellement du bail, ces syndicats manœuvraient pour s'écarter mutuellement ou s'entendaient pour éviter la concurrence ; d'ailleurs, comme ces affaires étaient fructueuses, y mettaient leurs fonds les capitalistes privés, hommes de haute naissance qui ne voulaient pas déroger, politiciens et avocats, citoyens ou riches métèques (1) ; ainsi convergeaient vers le trésor public, par l'effort des syndicats, toutes les forces de la nation.

II. — Cet affermage des impôts à de véritables syndicats de financiers, nous le retrouvons encore dans les royaumes helléniques qui se fondèrent au III^e siècle après le partage de l'Empire d'Alexandre, entre autres en Egypte (2). Cependant, dans le royaume très centralisé et hiérarchisé des Ptolémées, les sociétés de fermiers perdent un peu leur caractère d'unions purement privées ; si l'on y trouve encore un fermier principal, des cautions et des bailleurs de fonds (μέτοχοι, κοινῶνες), l'Etat exigeait leurs noms lors de l'adjudication et répartissait lui-même entre eux les gains et les pertes. Les fermiers par conséquent étaient ici presque des fonctionnaires.

III. — C'est à Rome qu'il faut arriver pour voir la spéculation et les manœuvres de la haute finance s'exercer sur une grande échelle. Car, en Grèce, la souveraineté était morcelée en de multiples cités et l'importance des finances était

(1) Un passage d'Andocide (*Des Mystères*, I, p. 133) nous parle de la ferme adjugée par les polètes à un fermier principal, Agurrhios, pour 30 talents et ayant rapporté à ses bailleurs de fonds en une année 6 talents, soit plus de 30.000 francs.

(2) M. Rostowzew, *Geschichte der Staatspacht in der röm. Kaiserzeit.*, Leipzig, 1903, p. 10 s.

surtout locale. Rome, au contraire, domine un empire énorme et centralise toutes les ressources du monde antique. Ceux qui, outre leurs moyens d'action politiques pourront peser sur le levier de la finance y disposeront d'une telle puissance que les abus seront à craindre.

Ici encore il faut voir d'abord le milieu et les gens de finance avant de montrer leurs opérations.

« L'argent faisait tout à Rome », a dit Bossuet. Amoureux de la domination, l'esprit facilement porté à concevoir de vastes plans et de hardies initiatives, tenaces et peu scrupuleux sur le choix des moyens, les Romains apportèrent à la conquête de la fortune les vertus qui leur avaient donné le monde (1).

Les grands financiers sont, à Rome comme en Grèce, les fermiers des impôts et des revenus de l'Etat. Et la chose s'explique de la même manière. Aujourd'hui nombreuses sont les entreprises privées qui exigent des capitaux immenses. Autrefois l'Etat est presque le seul à avoir des besoins d'argent dépassant l'étendue des fortunes particulières. Pour se procurer des recettes immédiates et régulières, il afferme ses revenus au plus offrant enchérisseur. Mais comme les adjudicataires ne peuvent individuellement jouir d'un crédit suffisant et disposer des sommes nécessaires, ils s'associent avec des bailleurs de fonds ; et ces sociétés de publicains (2) prendront à ferme tous les im-

(1) Ant. Deloume, *Les manieurs d'argent à Rome*, Paris, 2^e éd., 1892 ; *La passion de l'argent chez les Romains*, broch., Toulouse, 1908.

(2) Sur les sociétés de publicains, cf. bibliog. franç. dans Deloume, *op. cit.*, 1^{er} édit. ; add. Salkowski, *De societate publicanorum*, Leipzig, 1859 ; Rösler, dans le *Zeitsch. f. d. ges. Handelsrecht*, 1861, p. 252 ; Cohn, *Zum römischen Vereinsrecht*, Berlin, 1873 ; F. Kniep, *Societas publicanorum*, Iéna, I, 1896 ; Rostowzew, *op. cit.*, 1903 ; L. Mitteis, *Röm. Privatrecht*, t. I, Leipzig, 1908, p. 403-414.

pôts (1). En contact permanent avec elles, l'Etat y recourt également pour exécuter les grands travaux publics, organiser et exploiter les entreprises de transports et de fournitures, faire valoir les mines, et chaque fois qu'il a besoin d'une aide financière. Enfin il leur concède un avantage considérable : elles ne seront pas dissoutes par la mort d'un de leurs associés, mais continueront à fonctionner avec les héritiers du *de cuius* pourvu que ceux-ci aient été *adsciti*, agréés préalablement (2) ; au contraire, toutes les autres sociétés, formées essentiellement *intuitu personæ*, restent instables et soumises à de multiples causes de dissolution.

En présence de cette clientèle de l'Etat et de ces privilèges, on conçoit aisément que les grands financiers romains aient appartenu principalement à la classe des publicains. Si les banquiers, *argentarii*, *nummularii*, jouaient néanmoins à Rome, un rôle important (3), l'impossibilité de former entre eux une entente d'une durée certaine les empêchait d'entreprendre des opérations à longue échéance et d'une vaste portée.

Etudie-t-on au contraire la structure interne des *societates vectigalium* on est surpris de voir les publicains procéder comme un groupe de banquiers modernes auquel un Etat étranger s'adresserait pour émettre un emprunt.

A l'adjudication se présente le gérant de la société, *manceps* ou *redemptor*. Si la ferme lui est attribuée, il indique ses associés, *socii*, et le groupe qu'il forme avec eux et les cautions, *prædes*, présentes ici comme à toute adjudication, est seul

(1) H. Naquet, *Les impôts indirects chez les Romains*, Paris, 1875, p. 3 ; Ulpien : *Omnes qui quid a fisco conducunt recte appellantur publicani*.

(2) Ulpien, D. 17.2.63 8.

(3) G. Platon, *Les banquiers dans la législation de Justinien*, *Nouv. Rev. Hist.*, 1909, p. 7 et suiv.

responsable directement envers l'Etat. Or ce groupe forme un véritable syndicat ; car pour couvrir les capitaux élevés que nécessite l'adjudication, il aura eu soin de réunir derrière lui un certain nombre de *participes* ou *adfines*, riches bailleurs de fonds, tel cet homme d'affaires Rabirius Postumus, dont Cicéron nous dit que *magnas partes habuit publicorum* (1), tel Cicéron lui-même, habile à gérer sa fortune et amateur de lucratives participations dans les fermes d'Asie (2). Ces prêteurs acquéraient de véritables parts d'intérêt, les *partes*, d'importance variable, souvent même fractionnées en quote-parts réduites, *particulæ*, destinées à attirer le peuple et les petits capitalistes dans la société. Si bien qu'un texte célèbre de Polybe peut nous dire que « tout le monde est intéressé aux adjudications et aux bénéfices qu'on y réalise » (3).

Il faut sans doute se garder de conclusions trop hâtives ; la nature juridique des sociétés de publicains est encore très incertaine, et les uns y voient des sociétés anonymes quand

(1) « Il traita beaucoup d'affaires, prit de grands engagements, eut de grands intérêts dans les fermes publiques ; il prêta à des villes, plaça ses fonds dans plus d'une province. Il devint même le banquier des rois et avança de grandes sommes à Alexandre, roi d'Egypte. Pendant ce temps il ne cessa d'enrichir ses amis, de les faire entrer dans les affaires, de leur donner des parts (*dare partes*), de leur fournir des fonds, de les soutenir de son crédit. » Cicéron, *Pro. Rab. Post.* 2. Ne dirait-on pas qu'il est question d'un gros capitaliste contemporain ?

(2) Cicér., *Ad. Attic.*, I, 19.

(3) « Tout le monde, peut-on dire, est intéressé aux adjudications et aux bénéfices qu'on y réalise. Les uns se portent eux-mêmes directement adjudicataires devant les censeurs, d'autres cautionnent les adjudicataires, d'autres font société avec eux et d'autres, sous le nom de ces derniers, apportent des fonds à ces entreprises publiques. » Polybe, *Histoire*, VI, 17. — Sur le sens de la phrase, cf. Réponse à une note critique de M. G. Ferrero, par M. Deloume, Toulouse, 1906.

d'autres les traitent comme commandites par actions. Pourtant, s'il est oiseux de chercher à tout prix à les faire rentrer dans un cadre juridique moderne, on ne peut s'empêcher de constater la réelle analogie existant entre les pratiques financières d'autrefois et d'aujourd'hui. Groupements de financiers offrant au public, en échange de ses capitaux, des participations, les sociétés de publicains étaient des syndicats d'émission, et les *partes* et les *particulæ* tenaient à Rome, le texte de Polybe nous le prouve, dans les fortunes des particuliers la place de nos titres de rente sur l'Etat.

Aussi la rapide disparition de la classe des publicains nous offre-t-elle un enseignement salutaire. En peu de temps l'ordre équestre dont ils faisaient presque tous partie, avait, grâce à la force de l'association, évincé la vieille aristocratie de naissance et conquis la première place à Rome. Mais quand l'Etat est entre les mains des financiers, son équilibre est bien instable ; ceux-ci, en effet, sont trop enclins à sacrifier l'intérêt général à leur intérêt particulier. Le règne des chevaliers entraîna de tels abus que la République romaine sombra ; le nouveau pouvoir impérial s'empressa, sinon de supprimer la ferme de tous les impôts, du moins de la réduire et de faire surveiller les fermiers par des agents du fisc, *procuratores*. Heureusement, malgré la puissance de nos actuels syndicats de finances, nous n'en sommes pas encore là. Mais l'exemple de Rome reste pour nous montrer quels dangers ils entraîneraient s'ils sortaient de leur cadre étroitement spécialisé.

CHAPITRE II

LES TEMPS MODERNES.

SECTION I. — Moyen âge et XVI^e siècle.

SOMMAIRE. — I. Au moyen âge, peu de syndicats, sauf les *montes* des cités italiennes. — II. Au XVI^e siècle les besoins d'argent deviennent considérables ; différences entre les emprunts du XVI^e et ceux du XIV^e, par exemple ceux des comtes de Flandre. — III. Financiers et Bourses ; Lyon et Anvers. — IV. Les emprunts publics et les *syndicats de marchands allemands* ; leur structure. — V. Les *syndicats de banquiers génois* (Asientistes) et le roi d'Espagne.

I. — Il nous faut maintenant franchir un long espace de temps avant de retrouver un milieu favorable à l'éclosion de formations financières aussi originales que les syndicats.

Dans la Rome impériale, en effet, la spéculation est muselée par les princes qui ne veulent voir aucune puissance concurrencer la leur. Puis l'empire romain tombe en ruines et les invasions barbares restaurent le règne de la force brutale.

Au moyen âge il n'est pas davantage question du crédit public et des vastes entreprises financières. Le morcellement de la souveraineté territoriale met obstacle aux relations internationales et au commerce intérieur. La grande industrie n'existe pas et les transactions importantes ont lieu seulement aux foires intermittentes. D'autre part, l'intérêt commercial est très élevé, 12 à 14 0/0, et le numéraire

épars dans toute l'Europe n'atteint encore que 800 millions (1).

Cependant des institutions de crédit existaient déjà.

Dans toutes les villes on trouvait des changeurs, d'abord juifs, plus tard italiens. Car l'Italie était en ce point comme en tant d'autres en avance sur le reste des nations européennes. Qu'elle dût cette précoce floraison à des réminiscences de la culture romaine, à ses relations avec Byzance et les Etats du Nord de l'Afrique, ou aux croisades (2), ses grandes cités brillaient d'un vif éclat : Venise dès le ^x^e siècle, Almagro jusqu'au ^{xii}^e, Pise, Gènes et depuis le ^{xiii}^e, Florence. De grandes fortunes s'y étaient formées, par exemple celle des Médicis à Florence (3) ; des banques d'Etat s'étaient constituées à Venise, Gènes, Naples.

Ce n'est pourtant pas entre financiers italiens que se forment les premiers consortiums en vue d'emprunts publics. Car les grandes familles de banquiers groupaient elles-mêmes les capitaux de nombre de personnes, parents et clients ; le nom de la famille était donc une véritable firme sociale, comme chez les banquiers gérants de fortune de notre époque et chacune d'elles était en mesure d'effectuer sans concours étranger des opérations de prêt à des particuliers, à des cités ou à des princes (4).

(1) Cf. H. Pigeonneau, *Histoire du commerce de la France*, Paris, 1857, t. II, p. 5.

(2) Cf. L. Goldschmidt, *Universalgesch. des Handelsrechts*, 1891, t. I, p. 143.

(3) La fortune des Médicis à Florence représentait en 1440, lors de leur apogée, environ 37.500.000 francs de notre monnaie. En 1470, ils possédaient deux succursales à Lyon.

(4) Il a été calculé que de 1437 à 1507, les banquiers de Venise

Mais les ressources des banquiers étaient limitées et l'instabilité du crédit des emprunteurs rendait prudents les prêteurs. Dans les cités italiennes, quand les besoins étaient pressants, le trésor vide et les banquiers impitoyables, la cité levait un emprunt forcé sur ses bourgeois. On formait alors un syndicat de prêteurs qu'on nommait *mons* ou *maona* (1) ; chaque prêteur était inscrit sur le livre de la dette publique, le *cartulaire*, et recevait un titre de rente lui donnant droit à un intérêt annuel et à un remboursement par amortissement. L'opération portait le nom de *compera*, les titres émis celui de *loca comperarum*. Et comme garantie on donnait à l'association des porteurs de *loca* la ferme de tout ou partie des revenus de la ville, ou de territoires lui appartenant. C'est par exemple à un de ces syndicats d'obligataires, qui avait souscrit à Gênes la maona de 201.300 livres (divisée en 2.013 loca de 100 livres) nécessaire pour conquérir Chios et Phocée, que la jouissance de ces îles appartient quelque temps. On s'accorde même pour voir dans certaines de ces associations munies d'une organisation plus perfectionnée l'origine des grandes banques d'Etat italiennes, comme celle de St-Georges, fondée à Gênes en 1407 (2).

avaient prêté à la ville au moins 767.540 ducats, soit plus de 6 millions et demi de notre monnaie. — Cf. Nasse, *Das Venetianische Bankwesen im. 14, 15, 16 Jahrh.*, dans les *Jahrb. f. Nationalökon.*, 1879, p. 329 et suiv. Les Florentins faisaient beaucoup d'opérations avec les comtes de Flandre ; un procès de 1309 nous révèle que 5 sociétés de banquiers de Florence, les Bardes, Peruches (Perucchi), Cercles, de l'Espine et des Portmaires y étaient actifs. — Cf. M. Heins, *Les emprunts des pouvoirs publics au XIII^e et au XIV^e siècle*, dans le *Mesager des sciences histor. de Belgique*, 1891, p. 221.

(1) W. Endemann, *Studien in der romanisch-kanonischen Wirtschafts-u. Rechtslehre*, 2 vol., Berlin, 1874, t. I, p. 436 et suiv. ; Goldschmidt, *op. cit.*, t. I, p. 293 et suiv.

(2) La cité de Gênes ayant concédé tous ses revenus pour gager

II. — Cependant la finance moderne ne date vraiment que du xvi^e siècle. Jusque-là, le prêt à intérêt n'est admis qu'en sous-main, ce qui rend les emprunts difficiles ; et les banques du moyen âge ne s'occupent guère que de faciliter les règlements entre marchands ; quant au crédit public, dont nous venons de voir les premières manifestations, il ne se développe que lentement en dehors du cadre étroit des cités italiennes.

Au xvi^e siècle, au contraire, l'édifice féodal s'est écroulé ; les grands Etats se sont formés ; les mœurs s'adoucissent, les découvertes scientifiques s'accumulent, les communications sont plus faciles et plus sûres. Un vent d'initiatives hardies souffle sur les esprits, les rend ambitieux, ardents à gagner, prompts à entreprendre. En même temps se manifeste une tendance générale à la concentration. Dans les Etats, le pouvoir central resserre de plus en plus son étau ; l'argent des impôts et des contributions est drainé par de multiples canaux vers le Trésor public. Le commerce, jusque-là local et fractionné, se concentre entre les mains des grands marchands, qui seuls disposent de la puissance nécessaire pour entreprendre l'importation des marchandises exotiques, fructueuse, mais aléatoire et coûteuse. Les grandes opérations ne sont plus traitées enfin que dans quelques marchés où se réunissent tous les marchands avec les denrées du monde entier, à Anvers et à Lyon principalement.

Dans cette fièvre de renouvellement et de création, la ses emprunts, ne trouvait plus de prêteurs malgré qu'elle en eût grand besoin. Pour raffermir son crédit, elle groupa les 24 *compe-rae* qu'elle avait formées jusque-là en une association unique, titulaire de la ferme générale de ses revenus. Les rentiers consentirent alors à toucher, au lieu d'un intérêt fixe, un dividende variable ; la première société par actions était fondée. — Cf. A. Wiszniewski, *Histoire de la banque Saint-Georges de Gênes*, Paris, 1865.

finance joue un rôle important. La découverte du Nouveau Monde a jeté dans la circulation une masse énorme de numéraire (1) ; la richesse, qui était au moyen âge la terre, devient, dans la doctrine mercantile, l'argent ; le développement de l'instrument financier permet d'entreprendre de grandes affaires, et par répercussion les grandes affaires contribuent au perfectionnement de cet instrument. Dans un milieu si voisin de l'atmosphère moderne, n'allons-nous pas trouver des créations financières analogues à nos actuels syndicats ?

D'abord répondraient-ils à un besoin ?

A cette question la réponse est certaine : c'est l'heure où le crédit public, presque inexistant jusqu'alors, prend un essor subit et vigoureux. Les grands Etats centralisés sont plus puissants, partant jouissent de plus de crédit. Mais cette puissance même les entraîne à des dépenses excédant de beaucoup leurs ressources ; car les rivalités entre grandes nations, avec les ruines qu'elles entraînent, tarissent la source de leurs revenus tout en vidant leur Trésor. En même temps, il leur devient impossible de parer aux besoins extraordinaires par les moyens habituels.

Le Trésor était-il vide, rois et princes usaient auparavant d'expédients variés : multiplication des impôts, confiscation de la vaisselle des nobles, falsification de la monnaie, création et vente à l'encan d'offices, au besoin pillage des Juifs. Quelquefois ils recouraient à l'emprunt à des particuliers ou à des associations de capitalistes. Ainsi, le dépouillement des archives des comtes de Flandre montre les relations suivies que ceux-ci entretenaient dès le xiii^e siècle avec les financiers italiens (2). Les marchands se groupaient en

(1) Le numéraire circulant passe en un siècle (1500-1600) de 800 à 3.300 millions : H. Pigeonneau, *op. cit.*, t. II, p. 16.

(2) M. Heins, *op. cit.*, p. 13 et suiv.

consortiums et chargeaient l'un ou quelques-uns d'entre eux de négocier le prêt en leur nom ; par exemple, le 26 mars 1234, la comtesse Marguerite de Flandre et de Hainaut emprunte par délégation à Aringo Abadinghi et Manietro Rumbertini, agissant tant en leur nom qu'au nom de leurs associés, marchands de Florence, une forte somme (1). En 1273, la même comtesse, le comte Gui et son fils Robert, empruntent à un syndicat de marchands et de bourgeois de Sienne, Bernard Roland Bonsignor, Nicolas Boniface, Renier Jacques, André Christophore, Conrard Bérignon, Hugolin Renard, une somme de 3.600 livres tournois ; et de 1278 à 1309, les emprunts se succèdent pour ainsi dire d'année en année, aux Pouchart de Florence, Bonsignor de Sienne, Perruchi de Florence, etc. Les commerçants indigènes n'étaient pas exclus d'ailleurs de ces opérations, et l'on voit quelques riches bourgeois d'Arras, les Louchart, les Leborgne, les Crespin, les Mathieu, faire métier de prêter aux comtes.

Mais les actes d'arbitraire deviennent plus difficiles ; quant aux emprunts, aussi bien ceux que les seigneurs font en leur nom ou font faire par l'intermédiaire des villes (2),

(1) N° 308 de *l'Inventaire des chartes des comtes de Flandre*, par V. Gaillard : « Egede, prévôt de Douai, et Arnould de Gand, chanoine de Liège, reconnaissent, au nom de Marguerite, comtesse de Flandre et de Hainaut, devoir à titre de prêt, à Aringo Abadinghi et Manietro Rumbertini, agissant tant en leur nom qu'au nom de leurs associés, marchands de Florence, 3.360 livres tournois et 78 marcs sterlings qu'ils promettent de restituer, savoir : les 3.360 livres tournois aux prochaines fêtes de St-Aygulf en Provins, et les 78 marcs aux prochaines foires de Laon, chaque fois avant que l'on crie hare, hare (clôture du marché). »

(2) Quand le crédit des comtes était en baisse, ils faisaient faire les emprunts par les administrations communales. Ainsi l'acte du 26 avril 1272 nous apprend que les échevins de la ville de Béthune

que ceux réalisés par les villes pour leur propre compte ou ceux que Philippe le Bel fait à plusieurs reprises aux Lombards (1), ils sont en général peu importants. De plus les emprunteurs agissent comme de simples particuliers, en leur nom privé, sans que le crédit public soit en jeu. Aussi les syndicats de prêteurs ne sont-ils pas composés uniquement de financiers groupant des capitaux considérables : on y voit figurer des seigneurs, des bourgeois, des receveurs subalternes, des échevins, des officiers de la couronne, et souvent les riches Templiers (2). On comprend que, pour satisfaire aux dépenses des guerres internationales et des cours somptueuses, il fallait trouver des prêteurs de plus de surface et mettre en garantie dans la balance, non plus le crédit privé du prince, mais celui de l'Etat.

C'est alors que comme premier moyen les rois de France recoururent au procédé, depuis longtemps usité en Italie, de l'émission de rentes. Le premier, François I^{er} émit, en 1522, 200.000 livres tournois de rentes gagées sur les revenus de l'Hôtel de ville (3). Mais l'expédient était lent et le résultat toujours incertain ; l'intervention des financiers put sans doute, là encore, atténuer dans une certaine mesure ces inconvénients, et Charles IX, lorsqu'il se fait avancer par Horace Ruccelai de Florence, les 300.000 livres que les bour-

ont emprunté 1.407 livres parisis à un syndicat de marchands d'Aras pour le comte Robert.

(1) Vachausade de Chaumont, *Evolution des divers modes d'emprunt publics*, Th. Paris, 1906, p. 11.

(2) L. Delisle, *Mémoire sur les opérations financières des Templiers*, Paris, 1889.

(3) A. Vührer, *Histoire de la dette publique en France*, Paris, 1886, I, p. 13 et suiv. ; cf. surtout les études très détaillées de M. Cauwès sur les rentes sur l'Hôtel de ville au xvr siècle, dans la *Rev. d'Econ. polil.*, 1895 et 1896.

geois de Paris n'avaient pas voulu souscrire en août 1571 (1), fait penser à Léon Say demandant en 1881 aux établissements de crédit de lever les titres de rente qu'avait négligés le public sur l'emprunt de 1878.

Mais la part que les banquiers prirent à la formation de la dette consolidée était encore assez indirecte, et ce n'est qu'au xvii^e siècle que nous verrons les syndicats de traitants faire métier de prendre ferme les rentes et de les placer dans un public saturé par de continuelles émissions. A l'époque où nous sommes, l'essentiel pour la royauté est d'avoir la possibilité de constituer une dette flottante ; ce qu'elle va demander aux associations de financiers, c'est de constituer des réservoirs de capitaux liquides où elle puisse puiser à tout moment, comme Charles VII puisait dans la caisse de son grand argentier Jacques Cœur.

III. — Une deuxième question se pose alors ; où donc trouver à cette date l'instrument adéquat au besoin ?

Aujourd'hui les grands établissements de crédit et les banques d'Etat possèdent des ressources puissantes mises en réserve. Et les grands marchés de l'argent, New-York, Londres, Paris, sont des points de concentration des capitaux, où les nations peuvent trouver presque toujours des offres égales à leurs demandes.

Au xvi^e siècle, les grands manieurs d'argent (2) sont les gros marchands qui doivent, comme nous l'avons dit, disposer de capitaux considérables. Les plus riches sont les

(1) Cauwès, *op. cit.*, p. 430 ; il en fut de même l'année suivante.

(2) Nous avons emprunté beaucoup de ces détails peu connus en France au *Zeitalter der Fugger*, 2 vol. Iéna, 1896, où le Dr Rich. Ehrenberg a réuni de nombreux renseignements puisés aux archives des vieilles familles commerçantes de l'Allemagne.

marchands de la Haute Allemagne, les Fugger d'Augsbourg, les Welser d'Augsbourg et de Nuremberg, les Neidhardt et tant d'autres (1). En raison de la nature spéculative du commerce à cette époque, ils seront aisément portés à l'abandonner s'ils découvrent pour leurs capitaux un emploi presque aussi lucratif et moins dangereux. Or, les emprunts des princes offraient ou semblaient offrir toute sécurité ; en outre, ils donnaient toujours un taux d'intérêt très supérieur au loyer moyen des capitaux au moment de l'émission. Cela explique que peu à peu beaucoup des plus riches marchands devinrent des financiers spécialisés dans le commerce de l'argent ; et pourquoi ceux d'entre eux qui n'abandonnèrent pas le commerce des marchandises et voulaient utiliser leurs capitaux disponibles dans l'intervalle des foires, préféraient aux prêts commerciaux les placements chez les princes. Il ne faut pourtant pas négliger l'importance des banquiers italiens, ceux de Florence, de Gènes et de Lucques, qui avaient conservé, sinon leur monopole des siècles précédents, du moins une grande renommée.

Quant au rôle de concentration que jouent les bourses modernes, il était rempli par les grandes foires. Anvers et Lyon constituaient les plus grands marchés, où se réunissaient à chaque trimestre les négociants et les banquiers du monde entier. Des sommes d'argent considérables y étaient maniées, et dès qu'un prince faisait appel à l'un des commerçants de la place, les capitaux dispersés accouraient

(1) Les capitaux de la maison de commerce des Fugger étaient évalués en 1546 à 4.700.000 florins, soit environ 200 millions de notre monnaie. Après eux et les Welser, prennent surtout part aux syndicats d'émission d'emprunts, à Augsbourg les Meuting, les Höchstetter, les Manlich, les Rem, les Neidhardt, les Hang et Langnauer ; à Nuremberg les Paumgartner, Grosseimbrot, Imhof, etc.

de toutes parts se grouper autour de lui. En prévision de telles opérations, beaucoup de puissantes maisons y avaient des fondés de pouvoir à demeure ; de plus des financiers allemands et italiens s'y étaient établis, qui servaient d'intermédiaires à leurs compatriotes désireux de participer aux opérations avantageuses ; tel Hans Kleberg, baptisé « le bon Allemand » à cause de sa charité, à Lyon, tel le florentin Caspar Ducci à Anvers. En passant rapidement en revue les principaux emprunts conclus sur ces places, nous allons saisir sur le fait un processus voisin de nos syndicats actuels.

IV. — A Lyon d'abord, ce sont les rois de France qui empruntent, et l'on sait que nos rois avaient l'emprunt facile. Charles VIII, le premier, avait recouru au marché de Lyon pour emprunter aux Gênois en 1494 les fonds nécessaires à son expédition d'Italie (1). Mais ce n'est que sous François I^{er}, prince dépensier et guerrier, que les emprunts à Lyon se développent. Après deux emprunts en 1516 et en 1519 auprès des Florentins, le roi par des envoyés spéciaux réussit à conclure avec un syndicat de marchands étrangers un vaste emprunt, auquel participèrent les Strozzi, de Florence, pour 31.000 écus, les Bartolini pour 25.000, les Guadagni, de Florence, pour 22.000, Hans Kleberg, encore peu influent, pour 17.087 écus et plusieurs autres (2). Mais les intérêts furent payés trop irrégulièrement, et pendant longtemps le roi eut de la difficulté à trouver des prêteurs ; cependant le cardinal de Tournon put emprunter aux Florentins à deux reprises en 1536. Enfin en 1542, François I^{er}

(1) *Mémoires de Philippe de Commines*, II, pp. 292 et 331.

(2) Cf. la copie de l'engagement pris par François I^{er} envers les syndicataires aux *Arch. Nat.*, J. 964, n° 15.

obtint d'un consortium, auquel il avait quelque peu forcé la main, un prêt de 400.000 livres sur lequel les Florentins versèrent 200.000 livres, les Bonvisi et autres banquiers de Lucques, 100.000, les Welser, 50.000, les marchands français, 50.000. Dès son avènement, en 1547, Henri II puisa à Lyon 100.000 couronnes, dont Sébastien Neidhart fournit la plus grosse part et d'autres banquiers augsbourgeois, Hiéronyme Seiler, Matheus Pflaum, Georges Müllich, Wolfgang Langemantel, le reste : il est vrai que le roi promettait 16 0/0, alors que l'intérêt courant pour les dépôts commerciaux était de 10 à 12 0/0. Si bien qu'en 1553, sur le marché de Lyon, la France devait 700 000 écus aux Allemands et aux Suisses, plus de 500.000 aux Florentins et 200.000 aux Lucquois, Vénitiens et Portugais. Ce qui n'empêche qu'en 1556, à l'instigation des Florentins désireux d'entraîner le roi de France à de nouveaux efforts contre le duc Cosimo de Florence, allié de l'Espagne, le roi emprunta 900.000 couronnes, puis 300.000 gagées sur les gabelles de Nantes, Tours et Bourges à un grand consortium de banquiers allemands et italiens dirigé par Georges Obrecht, de Strasbourg.

A la même époque, à Anvers, les emprunteurs sont différents. Ce sont l'empereur Charles-Quint, le roi d'Angleterre, le Portugal, le gouvernement des Pays-Bas. En 1522, les courtiers espagnols Francisco de Vaille et Francisco de Moxica fournissent à l'empereur 100.000 livres versées sur la place d'Anvers contre un engagement de rembourser en Espagne 52.500 ducats ; ils agissaient pour un syndicat formé des Pimel, Rem et Welser. Les plus grands fournisseurs de capitaux de l'Empereur et du roi d'Angleterre étaient néanmoins les Fugger, qui le plus souvent prenaient l'emprunt en leur nom et rétrocédaient des participations

aux Hang, Welser, Rem, Neidhardt et Herwart. Caspar Ducci était habituellement à la tête d'un groupe formé par Seiler, Neidhardt, Grimmel et Pecori. Et ces consortiums servaient même à effectuer des emprunts municipaux : en 1553, la ville de Nüremberg jugeait impossible de recourir à son mode habituel d'emprunt, l'émission de rentes sur la ville ; Endres Imhof s'abouche avec la maison Sébastien et Hiéronyme Imhof et les Welser, et ils avancent à la ville, les Imhof, 50.000, les Welser, 60.000 florins à 12 0/0, que le consortium se procure aux foires de Francfort et d'Anvers. Il faut dire néanmoins qu'il y eut rarement à Anvers d'aussi gros syndicats qu'à Lyon ; dans cette ville, en effet, toutes les affaires se groupaient autour des emprunts de la couronne de France ; à Anvers, de multiples emprunts sollicitaient les financiers.

Si de tous ces faits on cherche à déduire des règles générales, on s'aperçoit que, comme aujourd'hui, la structure des syndicats était très variable. Ils étaient formés tantôt avant, tantôt après la conclusion de l'affaire. Tantôt chaque participant prenait part au contrat original ; tantôt il ne recevait qu'une rétrocession de part. Le syndicat était géré d'une manière tantôt aristocratique, tantôt démocratique. Parfois on concluait un véritable traité de société ; en général, c'était seulement une union plus ou moins amorphe. L'initiative de sa formation venait tantôt du prince emprunteur, tantôt des marchands prêteurs qui ne pouvaient ou ne voulaient porter à eux seuls le poids de l'affaire, tantôt même de maisons de commerce plus petites à la recherche d'un placement, tantôt enfin d'un intermédiaire en relation avec un groupe puissant (1).

(1) Dans une lettre de l'agent lyonnais de la grande firme nurembourgeoise des Tucher, on voit Hans Kleberg offrir à cette maison

L'homogénéité de ces associations tenait seulement à la réunion de plusieurs financiers pour réaliser un emprunt en commun. Chacun d'eux était d'ailleurs libre de rétrocéder une fraction de sa part syndicale, tout en restant engagé personnellement (1). En raison de la nature même du contrat, la concurrence était exclue entre les participants, et ils pouvaient obtenir vis-à-vis des princes à court d'argent des conditions d'autant plus favorables. Mais ils devaient pourtant se tenir à cet égard dans certaines limites en raison de ce qu'ils avaient le plus souvent leur commerce dans le pays de l'emprunteur et se trouvaient subordonnés à sa puissance politique.

Remarquons encore qu'à côté de ces syndicats d'emprunts, les gros marchands n'ignoraient pas de véritables syndicats de bourse, ayant pour but de raréfier l'argent sur une place et de faire monter le cours des changes et le taux de l'intérêt (2).

V. — Dans la seconde moitié du xvr^e siècle, le tableau que nous venons d'esquisser a besoin de quelques retouches. Successivement le roi d'Espagne, puis le roi de France ont fait en 1557 des banqueroutes qui ont entraîné la ruine de beaucoup des commerçants dont nous avons retracé les

une participation dans un emprunt du roi de France. Tucher refusa prudemment. — Cf. Ehrenberg, II, p. 88.

(1) Une autre lettre nous montre les Cenami, de Lucques, rétrocédant à Paul Behaim, de Nuremberg, une part de 1.000 couronnes avec une commission de 1/4 o/o dans un emprunt de l'an 1550 : Ehrenberg, II, p. 96.

(2) C'était là l'opération qu'affectionnait surtout Ducci et son groupe. Si bien qu'à la suite de nombreuses protestations, les syndicaux furent traduits en 1550 devant le conseil du Brabant et condamné à de fortes amendes.

opérations. D'autre part, Anvers et Lyon sont en pleine décadence, la première à cause des guerres de religion qui la dévastèrent, la seconde en raison des mesures de persécution fiscale qui détruisirent son commerce et lui firent perdre les avantages de sa situation privilégiée. C'est Gènes qui prend leur place, et c'est là que doivent porter nos recherches.

La fortune de Gènes à cette époque provenait en grande partie des puissantes affaires financières qu'elle faisait pour le compte de la Cour d'Espagne. Charles Quint et Philippe II trouvaient dans les mines de l'Amérique l'or nécessaire aux énormes dépenses qu'entraînaient leurs armées en guerres presque permanentes. Mais l'irrégularité des arrivages d'or et l'éloignement des possessions espagnoles où manœuvraient les armées obligeait l'Espagne à recourir au crédit (1). Elle s'adressait à des banquiers, ordinairement génois, parfois aussi anversoïis (2), qui s'engageaient à fournir immédiatement aux lieux indiqués les fonds nécessaires, à leurs propres risques et périls et moyennant remboursement postérieur en Espagne. L'affaire était appelée en Espagne *Asientas*, en Italie *partitum*, et les banquiers étaient les *asientistes* (3).

(1) « Le roi très puissant des Espagnes, à cause des grandes dépenses nécessaires pour nourrir ses armées en Flandre, a le plus souvent besoin d'argent en ce lieu ; argent dont le transport lui est rendu très difficile à cause de la distance des lieux, du grand trajet aussi bien par terre que par mer et des attaques des ennemis. L'asientiste s'oblige à fournir à une époque déterminée, en un lieu déterminé, des sommes déterminées, » Raphaël de Turri, *Tractatus de cambiis*, Francfort, 1645, Disp. 3, qu. 13, n° 76 et suiv.

(2) Lessius, *De justitia et jure*, 1605, II, c. 23, dub. 6, n° 58.

(3) Cf. aussi Scaccia, *Tractatus de commerciis et cambio*, 1664, par. II, gl. 5, n° 270 ; W. Endemann, *op. cit.*, I, p. 459.

Aucun banquier gènois n'eût été en mesure d'avancer de pareilles sommes, aucun n'eût voulu non plus courir seul de si gros risques. Aussi, les asientos étaient-ils conclus par des consortiums de banquiers qui s'adjoignaient chacun de leur côté des sous syndicaux. Puis tous partaient en campagne pour drainer les capitaux épars ; les agents des asientistes, précurseurs de nos « démarcheurs », pénétraient dans tous les milieux et toutes les bourses s'ouvraient devant la promesse de gains considérables. Mais l'Espagne payait très irrégulièrement et faisait de fréquentes banqueroutes ; le plus souvent les principaux syndicaux, qui percevaient en cas de réussite les plus gros bénéfices, étaient assez habiles pour ne laisser dans les pertes que quelques plumes ; et, comme de nos jours, les petits capitalistes et les sous-syndicaux de moindre envergure se trouvaient ruinés (1). Ce qui n'empêche pas les syndicats de banquiers gènois de continuer ces opérations de concentration et d'exportation des capitaux pour le compte de l'Espagne pendant tout le cours du xvii^e siècle.

(1) « J'ai vu de mes yeux pour une part, je tiens d'autre part de personnes dignes de foi que de nombreuses familles parmi les plus nobles, mainte veuve et maint orphelin, des monastères de moines et d'autres religieux, des hospices, et d'innombrables collèges pieux qui avaient placé leur argent, leur unique bien et seule ressource, dans l'honnête commerce du change auprès d'un marchand, puis d'un autre, puis enfin dans les mains des agents des asientistes avaient été par la ruine de ceux-ci dépouillés en totalité et presque exterminés. » Raph. de Turri, *op. cit.*, *loc. cit.*, 82. Ce n'est pas d'aujourd'hui que les gens d'Eglise offrent aux financiers une proie facile !

SECTION II. — Le XVII^e siècle.

SOMMAIRE. — I. Les syndicats en Hollande. — II. En France les traitants ou partisans forment des syndicats ; syndicats italiens et français. — III. Leurs abus.

I. — Cependant, au xvn^e siècle, c'est à Amsterdam que se place le centre du marché des capitaux. Siège des grandes Compagnies de commerce qui prennent alors leur essor, une spéculation intense s'y livre sur les actions de la Compagnie des Indes Orientales (1602) et sur celles de la Compagnie des Indes Occidentales (1621). Mais, si nous y rencontrons de nombreux syndicats de bourse à la hausse ou à la baisse (1), nous n'y rencontrons pas de syndicats d'émission proprement dits. Sans doute l'organisation primitive des plus anciennes Compagnies de commerce se rapproche du mécanisme syndical : ainsi la Compagnie Van Verre, fondée en Hollande en 1594, est d'abord formée de 9 participants qui versent une contribution dans le but de fréter une seule expédition aux Indes ; et chacun de ces « principale reeders » s'adjoit des sous-participants « medestaanders » qui n'entrent en rapports qu'avec lui (2). Mais si sous leur forme encore peu complexe elles constituent de simples syndicats d'armement, dès qu'elles s'organisent en

(1) Joseph de la Vega, dans un ouvrage de 1688 sur la spéculation à Amsterdam, nomme ces syndicats *cabalas*. — Voir le détail de leurs manœuvres dans R. Ehrenberg, *Die Amsterdamer Aktienspekulation im 17 Jahr.*, dans les *Jahrbüch. f. Nationalökon.*, 3^e suite, III, p. 809 et suiv. — Cf. aussi Samuel Ricard, *Traité général du commerce*, 4^e éd., 1721, p. 2.

(2) R. Ehrenberg, *Das Zeitalter der Fugger*, II, p. 325 ; A. Sayous, *Les sociétés anonymes par actions*, Paris, 1902, p. 6.

véritables sociétés par actions, les Compagnies de commerce se fondent par appel au public sans l'intervention de syndicats premiers preneurs des titres (1).

II. — En France, c'est encore à l'occasion des emprunts publics que nous allons trouver trace des syndicats ; mais par un progrès naturel, ils s'étendront non plus seulement à la constitution de la dette flottante, mais à la plus grande partie des opérations financières entreprises par l'Etat.

Les financiers ne sont plus maintenant, comme au xvi^e siècle, les grands marchands disposant grâce à l'étendue de leur commerce de gros capitaux. L'expérience a appris aux commerçants que l'intérêt élevé des prêts faits aux princes ne compense pas les dangers qu'ils présentent ; d'ailleurs la multiplicité des émissions de rentes leur offre des placements abondants.

Il se constitue alors en France une classe spécialisée de manieurs d'argent : les *partisans*, *traitants*, *financiers* ou *gens d'affaires*. Ce sont, dit Ferrière, « ceux qui font des traités, des partis avec le Roy, qui prennent ses revenus à ferme ».

A cette date la ferme des impôts, dont le principe avait été admis dès les premiers Capétiens (2), n'était pas encore centralisée, comme elle le fut à partir de 1691, entre les mains d'une seule et puissante Compagnie. Il existait toute une classe de financiers qui intervenaient chaque fois que l'Etat avait besoin d'argent. A leur affermer ses produits celui-ci trouvait le double avantage d'éviter des fluctuations dans ses recettes et de rejeter sur des tiers l'impopularité de taxes

(1) K. Lehmann, *Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts*, Berlin, 1895, p. 76.

(2) Cf. Denisart, *Décisions de jurisprudence*, 1789, V^o *Fermes du Roi*.

vexatoires. En outre, les traitants prêtaient à l'Etat leur crédit personnel. S'agissait-il d'émettre des rentes à une époque où le public les souscrivait difficilement, les financiers en faisaient provisoirement l'avance, quitte à les écouler ensuite dans le public. Voulait-on créer de nouveaux offices pour les attribuer moyennant finance ? On traitait avec les partisans à forfait (1). Désirait-on rembourser des charges ou des rentes ou faire une conversion de la dette publique ? Leur intervention était encore nécessaire (2), et s'étendait même à l'approvisionnement des armées.

Mais les traitants n'agissaient pas, on le comprend, isolément. Chargés de l'office rempli de nos jours par les banquiers adjudicataires d'emprunts publics, ils ne pouvaient, pas plus que ces derniers, se passer de l'appui de leurs collègues, des riches capitalistes et des politiciens influents. Ils formaient alors des syndicats ayant à leur tête un chef, traitant avec l'Etat en son nom propre et dissimulant derrière lui ses *associés* ou *intéressés*.

Longtemps, ce furent les banquiers florentins qui jouèrent ce rôle, favorisés qu'ils étaient par les Médicis et leurs créatures, les d'Emery et les Concini : en 1584, au moment d'affermir les gabelles, deux consortiums entrèrent en lutte pour obtenir la ferme ; le premier, composé de financiers parisiens, dut s'incliner devant la prime de 800.000 écus

(1) Cf. Boislisle, *Correspondance des contrôleurs généraux*, t. I, n° 943 : « Si les traitants des offices de receveurs ne débitent pas leur marchandise aussi promptement que je le souhaiterais... » ; de même, I, n°s 736, 744, 778, 970 et II, n°s 116 et 539.

(2) « Par divers traités avec les gens d'affaires, on entreprit soit de rembourser des rentes, soit de retirer des aliénations au profit du roi... » — Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances de la France*, éd. Bâle, 1758, I, p. 272.

offerte par le syndicat italien dirigé par Rametti. Et les Italiens étaient fort habiles à se ménager de puissants appuis, puisque, dans le grand parti du sel qui exploitait, sous Henri III, presque toutes les gabelles de France, Mme de Joyeuse, sœur de la reine, était intéressée pour 150.000 écus, le duc de Joyeuse pour 160.000, d'O, surintendant des finances, pour 65.000, le chancelier de Cheverny pour 70.000, Amyot pour 16.000 (1) ; on peut penser que la plupart de ces personnages n'avaient versé que leur influence.

Dès le milieu du xvii^e siècle, les Italiens disparaissent de la finance française, mais leurs pratiques restent vivaces. Car le « Catalogue des partisans, ensemble leur généalogie et extraction, vie, mœurs et fortunes » de 1649, nous cite de nombreuses associations de maltôtiers ; tel ce Tubœuf qui « a interest avec La Meilleraye et plusieurs autres, leurs amis et confidants, dans les impôts et billots de Bretagne » (2). Et dans les Défenses de Fouquet, on voit deux syndicats, l'un dirigé par le sieur Girardin, l'autre formé des Rambouillet et de leurs associés se disputer la ferme des gabelles de 1655 (3).

D'ailleurs, les traitants et financiers étendaient leur influence bien au-delà du cercle restreint de leurs associés ; chacun des syndicataires, comme les asientistes gènois, avait ses propres bailleurs de fonds. Ecclésiastiques, gentilshommes, bourgeois leur confiaient leur argent à faire valoir, soit que les sommes fussent trop minimes pour la souscription de titres de rentes, soit que le crédit du financier parut à ses prêteurs plus stable que celui de l'Etat. Ils faisaient le service de nos actuelles banques de dépôt et,

(1) E. Lavisce, *Histoire de France*, VII, p. 236.

(2) C. Moreau, *Choix des Mazarinades*, Paris, 1853, I, p. 124.

(3) *Défense de Fouquet*, éd. 1665, t. V, p. 11 et 205.

en concentrant des capitaux privés pour les mettre à la disposition de l'Etat, leurs associations se rapprochaient singulièrement de nos syndicats d'émission.

III. — Malheureusement, dès cette époque, les financiers se faisaient payer cher leur concours ; abusant de la détresse du Trésor, ils ne consentaient l'avance des rentes ou des offices qu'en prélevant des commissions scandaleusement usuraires ; ou s'ils étaient chargés de rembourser des rentes, ils les achetaient à vil prix et les passaient en compte à l'Etat à peu près sur le pied de la constitution originaire (1). Aussi les fortunes rapides des traitants soulevaient-elles périodiquement des crises d'indignation publique.

De temps en temps des Chambres de justice leur faisaient rendre gorge, mais les abus reprenaient vite cours. En 1674 Colbert essaya de se passer de leur intermédiaire en fondant la Caisse des Emprunts, qui recevait les dépôts des particuliers contre des Bons de monnaie. Mais elle fut bientôt supprimée. On émit alors des billets souscrits par les receveurs généraux, par les fermiers généraux, par les trésoriers de l'extraordinaire des guerres, de la marine ou de l'artillerie, par la caisse Legendre, etc... (2). Le résultat était toujours le même ; des syndicats de traitants devaient faire l'avance de cette dette flottante en prélevant sur elle la part du lion, et l'émission de billets rapidement dépréciés ne faisait que faciliter leurs spéculations.

Un moment la « Banque Générale » de Law parut permettre au Trésor de se passer du concours des banquiers privés. Mais l'agiotage s'empara des actions de la Compagnie

(1) Forbonnais, *op. cit.*, *loc. cit.*

(2) Ad. Vuitry, *Le désordre des finances et les excès de la spéculation à la fin du règne de Louis XIV*, Paris, 1885, p. 168.

des Indes, dont les prix sous la poussée de l'aveuglement général et la pression de puissants syndicats de bourse (1) atteignirent une enflure démesurée. Et en 1721 Law dut abandonner son poste de contrôleur général et la direction des fermes générales.

SECTION III. — Le XVIII^e siècle.

SOMMAIRE. — I. La compagnie des Fermes générales ; sa formation. — II. L'importance de son rôle financier ; La Compagnie Banque d'Etat. — III. La Compagnie syndicat d'émission. — IV. Conclusion.

I. — Restée solide dans la débâcle des financiers qu'entraîna la chute de Law et de son système, et devenue par cette chute même d'autant plus puissante, la Compagnie des Fermes générales constitua au cours du XVIII^e siècle le principal soutien financier de la Royauté.

Sans doute subsistent dans les débuts du règne de Louis XV quelques financiers très influents : les frères Pâris, les frères Crozat, de Bordeaux, Samuel Bernard (2), dont le roi demande à chaque emprunt les conseils et l'aide, les Peirenc de Moras, les Beaujon, Laborde de Meréville, Magon de la Balue. Mais « ces grands financiers sont plutôt de rares irréguliers évoluant sur les flancs du bataillon des fermes, s'y rattachant par maints détails d'administration, y conservant des intérêts de tout genre. C'est en somme au

(1) Il serait facile de montrer dans l'agiotage de la rue Quincampoix les manœuvres de syndicats à la hausse ou à la baisse. Cf. p. ex. dans Du Hautchamp, *Histoire du système des finances sous la minorité de Louis XV*, La Haye, 1739, t. I, p. 175, et II, p. 131 et suiv.

(2) V. de Swarte, *Samuel Bernard*, Paris, 1893.

Bureau de Fermes que l'on trouve définitivement le marché de l'or, le creuset où vient se fondre l'épargne publique (1) ».

Au xviii^e siècle, les Fermes du Royaume avaient pris un aspect tout différent de celui qu'elles présentaient dans le siècle précédent (2). A la place du morcellement des fermes par province, Sully en 1599 avait établi une Compagnie de fermiers par nature d'impôts ; Colbert en 1664 avait réduit le nombre des fermes générales à trois, et enfin, à partir de 1691, il n'en existe plus qu'une qui centralise toutes les autres. Quelque temps encore reste incertain qui sera l'adjudicataire de cette ferme générale ; Law en 1719 l'arrache des mains des frères Pâris. Mais elle est définitivement attribuée par le bail Carlier de 1726 à la Compagnie qui en devait, par le renouvellement successif de ses droits, rester adjudicataire jusqu'à la fin de l'Ancien Régime.

Ainsi, tandis que la Royauté tombait dans une anarchie croissante, la Compagnie restait stable et de jour en jour plus puissante. On pense sur-le-champ aux sociétés de publicains qui avaient de même profité pour s'élever de l'abaissement de la République romaine. Nous allons voir que, comme elles, la Compagnie des Fermes constituait un vaste syndicat d'émission étendant ses mailles sur tout le pays.

II. — On n'a peut être pas insisté suffisamment jusqu'à nos jours sur l'importance et le caractère original du rôle financier joué par les Fermiers généraux. Le nom qu'ils portent semble les assimiler à de simples percepteurs

(1) H. Thirion, *La vie privée des financiers au XVIII^e siècle*, Paris, 1895, p. 71

(2) J. Pion, *La ferme générale des droits et domaines du roi*, th. Paris, 1902.

d'impôts qui ont traité à forfait. Mais leur mission est bien plus étendue.

Sans doute, le but de la Compagnie des Fermes est la perception des impôts et revenus de la couronne. A ce titre les fermiers étaient de véritables fonctionnaires dont les noms étaient soumis à l'approbation du roi, au renouvellement de chaque bail, et dont le nombre était limité (Ils furent quarante jusqu'en 1756 et soixante ensuite); organisés en comités, ils avaient sous leurs ordres une administration compliquée dont l'action s'étendait sur toute la France par l'intermédiaire des sous-fermiers et des commis (1). Tel était le côté administratif des Fermes.

Mais il ne doit pas faire négliger leur côté financier. Nommés par le roi, les fermiers signaient ensuite un acte de société commerciale comportant partage égal des apports, charges et bénéfices. C'était « une réunion de fonctionnaires publics embrigadés dans une société commerciale en participation » (2). « La société, dit l'article 1 du bail David (1774), sera composée au total de 30 sols, lesquels seront partagés également entre les sieurs susnommés autres que ceux adjoints, à raison de six deniers chacun; pour, par les soixante associés, partager pour chacun un soixantième les profits, et supporter dans la même proportion les pertes qu'il pourrait y avoir (3). » Et c'est en qualité d'association de financiers que la Compagnie des Fermiers joue vis-à-vis du Trésor un rôle important.

En effet, concéder l'ensemble des Fermes à une seule

(1) Ed. Grimaux, *Lavoisier*, Paris, 1888, p. 62 et suiv.

(2) A. Delahante, *Une famille de finances au XVIII^e siècle*, Paris, 1881, t. I, p. 199.

(3) Lavoisier, *Œuvres*, Paris, 1893, t. VI. Réponses aux inculpations faites contre les ci-devant fermiers généraux, 1794, p. 629.

Compagnie, c'était pour le roi constituer à sa portée une caisse très riche à laquelle il pouvait faire appel en cas de besoin et qui jouait à certains égards le rôle d'une Banque d'Etat, grâce aux systèmes des *anticipations* :

D'abord, chaque fermier versait au début du bail un fonds d'avance de 1.560.000 livres, dont il recevait un intérêt de 10 0/0 sur un million et de 6 0/0 sur le reste. Ainsi la Compagnie avançait immédiatement au roi une somme qui atteignit jusqu'à 95.600.000 livres.

Puis la Compagnie ne versait pas à des dates fixes le montant du prix d'adjudication des fermes. Elle avait un compte-courant ouvert au nom de l'Etat et le Contrôleur général ordonnait sur elle mainte dépense. Elle acquittait donc ses obligations par un simple jeu d'écritures, et le plus souvent, c'était son compte qui se trouvait créancier (1).

A côté du versement anticipé du prix du bail, la caisse de Fermes restait ouverte aux désirs du roi. Il y puisait souvent pour se procurer les sommes nécessaires à ses plaisirs coûteux ; les ministres s'en servaient pour cacher la situation précaire du Trésor. Le Contrôleur général lui négociait une portion des recettes des années à suivre ou lui faisait escompter les différents billets d'Etat : l'Etat payait une commission très forte, mais se procurait des fonds pour les dépenses extraordinaires. Souvent même en cas d'émission de rentes, la Compagnie avançait les sommes qu'on désirait emprunter jusqu'au placement des titres dans le public. En somme, comme on l'a dit justement, « ce furent les financiers, ceux qu'on appelait les traitants avec tant de

(1) En 1749, au renouvellement du bail, le Roi lui devait 30 millions pour emprunts antérieurs : Thirion, *op. cit.*, p. 370.

dédain, qui firent les fonds des grandes guerres par leurs avances, leur crédit, leurs fournitures de vivres, d'argent, de draps, de blé, de marchandises et d'armes » (1).

Naturellement les fermiers ne rendaient pas ces services sans se ménager de gros bénéfices. Ils percevaient pour leurs prêts des intérêts élevés et avaient soin lors de chaque avance de stipuler des conditions avantageuses pour le prochain bail : en avançant par exemple, en 1755, 60 millions à 4 0/0 au roi, ils demandèrent le renouvellement du bail à leur profit et la suppression des sous-fermiers.

On voit toute l'importance du rôle financier de la Compagnie des Fermes. Ce rôle, nous l'avons vu jouer, quand naît le crédit public, par les syndicats de marchands ; puis plus tard par les syndicats de traitants. Au XVIII^e siècle, c'est encore un syndicat qui tient dans l'Etat la fonction de banquier du Trésor ; mais, conséquence naturelle de la centralisation monarchique, ce syndicat opère maintenant sans concurrents. On pense, en l'étudiant, au consortium des grands établissements de crédit qui, en France, à l'heure actuelle, se partage les grands emprunts nationaux et étrangers.

III. — Mais pas plus que les anciens syndicats ou que ce consortium moderne, la Compagnie des fermiers généraux n'opérait avec ses propres fonds. Comme eux, elle était un intermédiaire entre les capitaux épars dans le public et l'état besogneux ; comme eux elle constituait avant tout un syndicat d'émission. Un coup d'œil sur son organisation interne nous le prouve.

D'abord, comme les sociétés de publicains dont on l'a

(1) M. Capéfigue. *Histoire des grandes opérations financières*. Paris, 1855, t. I, p. 91.

si souvent rapprochée (1) et comme le plus souvent les syndicats modernes, la Compagnie ne traite pas directement avec l'Etat emprunteur, mais charge un délégué d'agir en son nom propre. L'*adjudicataire général* qui donnait son nom au bail était généralement un valet de chambre du Contrôleur général auquel on assurait une pension annuelle de 4.000 livres. C'est lui seul qui apparaîtra aux yeux des tiers, au nom de qui « se feront les poursuites, contraintes et diligences pour le recouvrement des deniers des fermes et traités » (2). Ainsi la société conservait toute son indépendance, ce qu'elle n'aurait pu faire si, au lieu de rester société privée, elle avait tenu d'une charte royale la reconnaissance de sa personnalité morale ; et, d'autre part, tout en réalisant l'unité administrative nécessaire dans ses rapports avec les tiers, elle évitait de placer à sa tête un chef dont l'autorité comme maître d'une pareille corporation eût été à même de porter ombrage au gouvernement. C'est là encore le procédé suivi par nos syndicats d'émission pour suppléer à leur absence de personnalité morale.

Puis pour entreprendre des opérations si importantes, les fermiers devaient sentir derrière eux de multiples bailleurs de fonds.

Grâce à leurs relations constantes avec les capitalistes et les financiers, ils se constituaient une clientèle importante dans laquelle ils trouvaient à négocier les effets royaux que le Trésor leur remettait pour leurs avances, ou qui était facilement disposée à commanditer leurs entreprises ; on sait l'histoire de Voltaire plaçant de l'argent dans une affaire de fournitures lancée par Pàris-Duverney et y gagnant

(1) Cf. p. ex. Em. Besson, *L'enregistrement et la ferme générale*, Paris, 1893, p. 33 s.

(2) Ferrière, *Dictionn. de Droit*, 1779, V^o *Adjudication des fermes*.

500.000 écus, dont un malencontreux visa institué par l'Abbé Terray en 1772 lui fit perdre la moitié.

Surtout, à côté de ces prêts occasionnels, le grand public participait au syndicat des fermiers grâce au système des croupes.

C'est encore un préjugé fort répandu que les fermiers généraux possédaient tous des fortunes considérables. Dans la réalité, il en était tout différemment, et bien peu parmi eux se trouvaient en mesure de fournir par leurs propres moyens le fonds d'avance. La plupart avaient été obligés d'emprunter, parfois à des taux très élevés, des capitaux dans le public (1). Dans une circulaire adressée par Terray aux fermiers généraux le 7 janvier 1773, il leur posait ces questions : « Si vous avez un ou plusieurs croupiers, soit en sommes fixes, soit en participation, et leur quotité?... Quelle est la somme qui vous appartient dans vos fonds et par conséquent quelle est celle que vous avez empruntée au public ou qui vous aura été prêtée par vos croupiers ? » Naturellement le sous-syndicat des croupiers n'entraît pas en rapports avec le syndicat des fermiers qui l'ignorait : *socius meus socii socius non est* ; néanmoins, de même qu'aujourd'hui les agents de change doivent être propriétaires d'un quart au minimum de la somme représentant le prix de l'office et le montant du cautionnement, un arrêt du Conseil du 25 janvier 1687 exigeait que le fermier restât intéressé pour un tiers dans la part qu'il aurait prise dans les baux et sous-baux (2).

(1) Cf. dans Thirion, *op. cit.*, p. 29, l'histoire du fermier Bragouze qui fit banqueroute et s'enfuit en Suisse, faute de pouvoir payer l'intérêt des sommes à lui prêtées pour l'acquisition de sa charge.

(2) Nous ne parlons ici que des véritables croupes et non des croupes fictives dont les titulaires ne versaient jamais les fonds et

Il faut encore ajouter que les capitaux empruntés par les fermiers étaient fournis par un public beaucoup plus étendu que de nos jours les parts d'agents de change. Car les croupiers eux-mêmes n'étaient pas le plus souvent en mesure de faire les fonds par eux promis. Ils étaient alors obligés de faire des traités avec des notaires ou de constituer à leur tour des sous-syndicats de prêteurs. Cela ne laissait pas, d'après Lavoisier, d'avoir de multiples inconvénients ; entre autres, lorsque des circonstances particulières obligeaient les fermiers généraux à suspendre le paiement des intérêts, les croupiers et sous-croupiers se trouvaient obligés de recourir à des expédients de toute espèce ; de plus « la difficulté des croupiers à se procurer de l'argent les a engagés à faire des sacrifices qui ont maintenu l'argent au dessus de son cours naturel » (1). En tous cas ce système permettait aux plus petits capitalistes de participer aux plus grandes opérations financières du royaume.

IV. — Une fois de plus, on le voit, nous saisissons sur le vif un développement de la finance parallèle à son évolution actuelle. Les bas de laine de l'épargne se

qui étaient des charges imposées par le gouvernement en faveur de quelques privilégiés : « A côté, nous dit un rapport de Necker au roi en date du 11 septembre 1774, des croupes dépendant d'un arrangement entre le titulaire et le croupier, soit pour faire participer sa famille au fruit de son travail, soit pour se procurer des moyens de faire ses fonds qu'il n'eût pu trouver lui-même », il en est d'autres qui « ont été abandonnées malgré les titulaires à toutes sortes de personnes qui par l'argent et l'intrigue avaient gagné de vils protecteurs. » Malgré de nombreux arrêts et ordonnances, cet abus ne fut jamais supprimé. L'enquête de l'abbé Terray révéla que 55 places sur 60 étaient grevées de ces croupes. — Cf. *Mémoires de l'abbé Terray*, 1776, p. 281.

(1) Lavoisier, *Calcul des produits des différents baux de la Ferme générale*, 1774, *Œuvres*, t. VI, p. 160.

vident dans les bourses des sous-croupiers, les bourses dans les sacs des croupiers, les sacs dans les caisses des fermiers généraux qui communiquent avec la caisse centrale de l'Etat. Et cette marche progressive des capitaux vers un même point de concentration s'opère sous l'effort savamment gradué de véritables syndicats d'émission.

Il faut pourtant noter entre le passé et le présent une différence à notre avantage. De nos jours les grands États se sont montrés assez fidèles à leurs engagements pour jouir directement de la confiance du public ; s'ils recourent parfois encore aux syndicats d'émission, c'est seulement pour pénétrer dans la clientèle dont ces syndicats disposent. Jadis au contraire le syndicat se substituait à l'Etat et lui prêtait son crédit en empruntant en son nom personnel. Forbonnais déjà s'en lamentait, et, citant l'exemple de l'Angleterre « où il n'y a point de moyen terme entre le public et l'Etat dans les emprunts par anticipation sur le revenu courant », « tout crédit médiat est précaire borné et coûteux par sa nature, disait-il. Ce vain étalage de crédit des Compagnies de finance ressemble exactement à celui que ferait un grand seigneur d'une multitude de domestiques qui s'enrichissent des débris de sa fortune » (2).

D'ailleurs le fossé est-il, à vrai dire, si profond ? Sans doute, certaines d'entre les nations modernes, pourvues de finances solides, n'ont pas besoin, quand elles empruntent, de fournir de cautions. Mais combien, au contraire, parmi elles n'obtiennent de crédit qu'en faisant, elles aussi, « étalage d'une multitude de domestiques », c'est-à-dire en se couvrant de la respectabilité d'établissements syndiqués ? Et n'est-il pas curieux de noter combien, en présence de

(1) Forbonnais, *op. cit.*, t. I, p. 363.

débiteurs d'une solvabilité douteuse, les financiers ont peu changé leur méthode ? Pour prendre à sa charge l'emprunt de réorganisation qu'a négocié récemment la République chinoise, le consortium international a exigé la même garantie que les associations de trapézites et de publicains, les bourgeois des montes italiennes, les traitants et fermiers généraux : les impôts de l'Etat et principalement la gabelle seront le gage des arrérages de l'emprunt comme ils étaient autrefois celui des anticipations.

CHAPITRE III

LA PÉRIODE CONTEMPORAINE.

SECTION I. — Les syndicats d'émission dans la première moitié du XIX^e siècle.

SOMMAIRE. — I. Emissions d'emprunts publics et de valeurs privées.
— II. Adjudication des emprunts publics sous la Restauration et Louis-Philippe. — III. Les syndicats et le développement de l'industrie.

I. — C'est dans la période moderne de notre histoire financière que les syndicats d'émission, dont nous avons jusqu'ici noté la fréquente apparition sous des modalités diverses, ont revêtu leur forme actuelle. Mais, dès maintenant, il faut signaler entre les époques antérieures et le XIX^e siècle une différence importante. Les conditions économiques se sont transformées du tout au tout ; jusque-là l'industrie privée n'exigeait que des capitaux relativement restreints ; dès le début du siècle, le développement accéléré du machinisme modifie la situation. Les États ne sont plus les seuls à avoir besoin du crédit sur une vaste échelle ; l'industrie privée ne peut plus se suffire par ses propres ressources, et placée en face des mêmes nécessités que les gouvernements, elle recourt aux mêmes expédients. A côté des syndicats d'emprunts d'Etat, nous verrons donc naître des syndicats d'émission privés, et nous aurons à en suivre l'évolution de plus en plus nette à mesure que nous nous rapprocherons des temps présents.

Déjà à la fin du xviii^e siècle, tout annonce les procédés et les mœurs de la finance moderne. Dans tous les pays se créent des banques d'Etat, se développent des sociétés par actions, et l'agiotage y recourt à des moyens que ne désavoueraient pas nos boursiers (1).

Cependant les grandes opérations financières restent rares et le demeurent longtemps encore.

Elles ne peuvent, en effet, se présenter pendant la mêlée révolutionnaire. Quand le gouvernement français, Convention ou Directoire, a besoin d'argent, il lui faut recourir à des emprunts forcés ou à des émissions d'assignats, qui aboutissent à la banqueroute.

Le Consulat rétablit l'ordre dans les finances. Mais Bonaparte se méfie du crédit qui, d'après lui, est « l'art de ne point payer ce qu'on doit », et tant qu'il règne aucun emprunt n'est émis, ni par souscription publique, ni par l'intermédiaire des banquiers. A cette date cependant se développent les banques françaises destinées à jouer plus tard un rôle important : les Perregaux, Laffitte, Baguenault, Hotttinguer, Périer ; maisons de ressources encore bien limitées, puisque, lorsqu'en 1803 le premier consul vend, contre une indemnité de 50 millions, la Louisiane aux Etats-Unis, ceux-ci s'adressent en vain aux Banques françaises et cèdent l'affaire à un syndicat formé des Maisons Hope et Labouchère d'Amsterdam et Baring de Londres (2).

II. — Mais sous la Restauration triomphèrent les grands syndicats d'emprunts d'Etat.

(1) Sur le syndicat à la hausse formé par l'abbé d'Espagnac sur les actions de la Compagnie des Indes, cf. De Loménie, *Les polémiques financières de Mirabeau et les interventions à la Bourse de M. de Calonne*, *Journ. des Econ.*, octobre et novembre 1886.

(2) R. Stourm, *Les finances du Consulat*, Paris, 1902, pp. 56 et 324.

Pour faire face au lourd passif laissé par l'Empire, le gouvernement n'hésita pas à recourir au crédit ; d'autre part, à côté des banques françaises en plein développement, les financiers étrangers les plus puissants de Londres et d'Amsterdam faisaient confiance à un gouvernement restauré par les alliés et à une France à laquelle une paix, même imposée, ne pouvait être que bienfaisante. Aussi la Restauration put-elle s'adresser avec succès aux syndicats de banquiers.

Dès le début du règne de Louis XVIII, il fallut en venir là. Les alliés imposaient une lourde indemnité de guerre à la France envahie et il fallait se procurer des ressources. La Maison Baring offrit en 1816, sur l'instigation du financier Ouvrard, de former un syndicat (qu'elle nomme dans son projet association), pour racheter aux alliés à 50 francs et classer dans le public les titres de rente que la France leur aurait cédés à 60 francs (1). Le projet échoua à cette date, mais fut réalisé en 1817 par le syndicat Hope et Baring. Les conditions imposées étaient d'ailleurs très dures : sur 30 millions de rentes émises, le syndicat n'en prenait ferme que 9 millions en se réservant une option à peu près égale, qu'il leva ensuite, et une très forte commission ; une troisième tranche de 9 millions lui fut encore adjugée plus tard, mais à condition que la maison Perregaux-Lafitte y participerait cette fois pour un tiers (2).

C'est à cette date également qu'on voit les emprunts municipaux pris par des syndicats, en raison de l'importance des sommes demandées au public : la Ville de Paris concéda en effet le 10 mars 1817 un emprunt de 30 millions à un

(1) *Mémoires* de G. J. Ouvrard, Paris, 1826, t. I, p. 227 s.

(2) Ch. Sudre, *Les finances de la France au XIX^e siècle*. Paris, 1883, t. I, p. 233 s.

syndicat formé par MM. Henri Hentz, Blanc et Collin, André et Cottier, Busoni, Goupy, Worms de Romilly et J. de Rothschild, moyennant une commission de 2 millions (1).

En 1818 furent émis par souscription publique 14 millions 600.000 francs de rentes ; mais ce n'était qu'un essai qui ne fut pas renouvelé. Car en même temps le syndicat Hope et Baring, sur le refus des banques françaises, passait à nouveau un contrat pour la souscription de vingt-quatre millions de rentes.

A l'étranger, les syndicats étaient également vus avec faveur, puisque le 26 mai de la même année les maisons John et David Parish et Cie de Hambourg, Bethmann frères de Francfort, Geymüller et Cie de Vienne, Hope et Baring concluaient avec l'Autriche un emprunt de 30 millions (2).

L'emprunt français de 12 millions de rentes de 1821 donna lieu à une lutte entre deux syndicats qu'on nommait alors « Compagnies ». Le syndicat formé par Laffitte, les Rothschild, Ouvrard et Collot, agissant pour un sous-syndicat de 38 receveurs généraux, dut s'incliner devant la Compagnie composée des Delessert, Baguenault, Hope et Hottinguer.

En revanche, les Rothschild l'emportèrent en 1823, lors de l'emprunt de 23 millions de rentes, sur un syndicat de banques françaises formé des Laffitte, Périer, Lapanouze et autres, et sur les plus grands banquiers de l'époque, les Mallet frères, Greffulhe, Pillet-Will, etc. (3). D'ailleurs les cinq frères Rothschild, répartis dans les plus grands centres financiers, Anselme à Francfort, Salomon à Vienne,

(1) M. Capefigue, *Hist. des grandes opérations financières*, t. IV, 1861, p. 97.

(2) R. Ehrenberg, *Grosse Vermögen, Fugger, Rothschild, Krupp*. Iéna, 1902, p. 77.

(3) Baron de Nervo, *Les finances françaises sous la Restauration*, Paris, 1865-1867, t. II, p. 195.

Nathan à Londres, Charles à Naples, Jacob, dit James, à Paris, et agissant toujours de concert, constituaient à eux seuls un véritable syndicat international (1). C'est pour-quoi, avec l'aide toutefois de la haute banque israélite, les Salomon Heine, de Hambourg, Itzig, de Berlin, Reid, Irving et Cie, de Londres, Arnstein et Eskeles, Geymüller et Cie, Sina, de Vienne, ils réussirent non seulement à lancer les emprunts français, mais encore à introduire à Londres les emprunts russe, prussien, autrichien, napolitain, brésilien et belge (2).

Lorsque le ministère Villèle voulut en 1824 convertir les 140 millions de rentes 5 0/0 en rentes 3 0/0, quatre syndicats ou compagnies se présentèrent, offrant d'opérer le remboursement moyennant diverses commissions. Mais le ministre les engagea à se réunir pour obtenir l'unité de prix et de direction, et trois d'entre eux, dirigés par Laffitte, Baring et Rothschild, fusionnèrent ; le quatrième, dirigé par M. Sartoris n'obtint qu'une participation dans les résultats, sans avoir de droits dans la direction. Un traité fut passé entre les « Banquiers réunis » et le gouvernement, le 22 mars 1824, pour réaliser l'opération (3). Mais la Chambre

(1) « Depuis la mort de leur père, dit leur ami Gentz, tout projet, de quelque côté qu'il vint, fut l'objet de délibérations communes. Toute opération de quelque importance était menée d'après un plan, concerté, avec les efforts de tous, et chacun avait aux résultats la même part. »

(2) Frignet, *Histoire de l'association commerciale*. Paris, 1868, p. 346.

(3) Voici les principales conditions du contrat, indiquées par M. de Villèle dans un discours devant les Pairs :

ART. 1^{er}. — Dès que la Chambre des députés sera organisée, S. E. le ministre des finances lui présentera un projet de loi ayant pour but d'autoriser la conversion de 140 millions de rentes 5 0/0 consolidées en 3 0/0 au taux de 75 0/0.

ART. 2. — De l'autre côté, les banquiers sus-nommés s'engagent

des Pairs rejeta la loi de conversion et lui substitua en 1825 une loi admettant la conversion purement facultative des rentes sans l'intervention d'aucun syndicat.

Une fusion analogue s'opéra en 1825 lors de l'émission d'une tranche de 30 millions sur les 150 millions que la République d'Haïti s'était engagée à payer à la France pour l'indemniser de la reconnaissance de son indépendance. Un premier syndicat formé de Laffitte et Tergaux s'adjoignit les Rothschild, Hagerman, Blanc et Collin, Ardoin-Hubard, César Lapanouze, Paradis et Cie et le syndicat des receveurs généraux (1); et le nouveau syndicat prit les obligations à 80 0/0 au lieu de 76 0/0.

Le dernier emprunt enfin de la Restauration fut soumis le 12 janvier 1830 par les Rothschild, qui prenaient le 4 0/0 à un taux de 102.72 1/2 0/0 très supérieur à ceux que proposaient le syndicat des receveurs généraux et celui

à fournir au Trésor les fonds nécessaires pour rembourser ceux des porteurs de rente 5 o/o qui ne consentiraient pas à la conversion et à prendre eux-mêmes par contre au taux de 75 francs les 3 o/o qui étaient destinés auxdits porteurs non consentants.

ART. 8. — Pour prix du service rendu au gouvernement par les banquiers contractants, ils jouiront du bénéfice qui résultera pour le Trésor de la conversion, depuis le jour où la conversion aura commencé jusqu'au 31 décembre 1825.

ART. 9. — Toutes les clauses et conditions non prévues par le présent traité seront convenues plus tard de bonne foi; les banquiers contractants se concerteront avec S. E. le ministre des finances pour toutes les mesures qu'il sera convenable de prendre dans l'intérêt de l'Etat et de la conversion à laquelle se rapporte le présent traité (*Moniteur universel*, n° du 26 mai 1824).

Ces conditions diffèrent peu de celles usitées aujourd'hui en pareil cas.

(1) Sur le syndicat des receveurs généraux formé par de Villèle pour soutenir le cours de la rente, cf. L. Say, *Les interventions du Trésor à la Bourse*, dans *Les finances de la France sous la troisième République*, Paris, 1900, t. III, p. 114.

formé des Mallet frères, Hagerman, Blanc et Collin et Gabriel Odier.

La monarchie de Juillet suivit les mêmes errements et adjugea ses emprunts aux syndicats de banquiers, avec une préférence marquée pour les Rothschild.

Sans doute, elle émit en 1831 21 millions par souscription publique, mais en même temps, un syndicat comprenant les Rothschild, Aguado, André, Fould et Delahante représentant un groupe de receveurs généraux souscrivait un emprunt de 120 millions. De même l'emprunt de 150 millions de 1832 fut pris par le syndicat Rothschild, Davilliers et Cie et Hottinguer (1).

En 1834, un syndicat de banques françaises, J. Hagerman, Blanc, Collin et Cie, André et Cottier, Fould et Oppenheim, Gabr. Odier et Cie, et Wells et Cie, essaya d'enlever aux Rothschild leur quasi-monopole en matière de soumission de fonds d'Etat. Il réussit à se faire attribuer un premier emprunt piémontais ; mais lorsqu'il voulut entreprendre la conversion du 5 0/0 pontifical en 3 0/0, il dut transiger avec ses rivaux restés les plus puissants (2).

Aussi les derniers emprunts de Louis-Philippe demeurèrent-ils l'apanage des Rothschild et de leur groupe : l'emprunt de 150 millions 3 0/0 de 1841 fut par exemple adjugé au syndicat Rothschild, Hottinguer, Baudon, de St-Didier et les receveurs généraux.

III. — Cependant, si le principal effort des financiers se porte encore sur les emprunts d'état, ils ne négligent pas dès maintenant de venir en aide à l'industrie privée.

Les premières années de la Restauration sont marquées

(1) A. Calmon, *Hist. parlementaire des finances de la monarchie de Juillet*. Paris, 1899, t. IV, p. 241.

(2) John Reeves, *The Rothschilds*, Londres, 1887, p. 266.

par la fondation de nombreuses compagnies d'assurances, de mines, de gaz, d'omnibus, de navigation. Et à leur naissance ou à leur fonctionnement président toujours des banquiers, intermédiaires naturels des capitaux en quête de placements. Souvent ces banquiers se groupent, si la société à lancer exige des ressources très considérables, et nous ne serons par exemple pas étonnés d'apprendre que la Compagnie des Quatre Canaux fondée en 1822 était soutenue par un syndicat dont nous avons déjà précédemment rencontré la plupart des membres : Cottier, Ardoin, Hubard, Hentz, J. Laffitte, Renouard de Bussière.

Néanmoins, c'est surtout à partir de 1830 que le rôle des financiers comme lanceurs d'affaires s'amplifie. Le mouvement de la production s'accélère à cette époque. Les doctrines industrialistes de l'Ecole Saint Simonienne ont pénétré dans les mœurs, et les capitaux s'enhardissent comme les esprits ; l'exploitation des mines et la généralisation de l'emploi de la force motrice conduisent à la grande industrie, dont les produits trouvent des débouchés grâce à la navigation à vapeur et au nouveau mode de transports par chemins de fer. Pour créer tout cet outillage, il fallait nécessairement des associations de capitaux ; faute de pouvoir utiliser la société anonyme, que l'autorisation gouvernementale réservait aux entreprises très importantes et n'offrant que peu d'aléas, l'industrie recourait à la commandite par actions.

A partir de 1825, on voit le nombre de ces sociétés commencer à croître, et la progression est régulière jusqu'à la véritable fièvre qui conduit en 1838 à la fondation de 463 commandites par actions contre 18 sociétés anonymes (1), et aboutit à une crise grave.

(1) C. Lescœur, *Essai sur la législation des sociétés commerciales*, Paris, 1877, p. 42.

Sur ce mouvement, on le pense bien, les financiers avaient pesé de toutes leurs forces. D'abord ils avaient conseillé aux sociétés d'abaisser à 100 francs les coupures d'actions jusque-là toujours fixées à 1.000 francs au moins, souvent 5.000. Puis ils avaient eu recours à tous les moyens de publicité. Enfin, il se forma à Paris « des banques spéciales par actions plus hardies, plus aventureuses que les banquiers particuliers et qui devaient soutenir de leur crédit les efforts considérables et un peu hasardeux des ateliers fondés par l'industrie » (1).

Crédit naturellement trop limité pour que les ententes entre ces banques, les groupements de concurrents qui jugent l'alliance préférable à la rivalité, n'aient été fréquentes. Aussi dès cette époque, les syndicats ont collaboré à la fondation de nombreuses sociétés. Et la constitution des compagnies de chemins de fer, qui donnèrent lieu alors aux plus grandes spéculations, nous en offre une preuve immédiate. On y voit par exemple la Compagnie des chemins de fer de Rouen soutenue par Charles Laffitte et J. de Rothschild, et ce dernier introduire à sa suite à la Compagnie des chemins de fer du Nord les financiers les plus influents de l'époque : les Hottinguer, Mallet frères, Péreire frères, etc.

SECTION II. — Le second Empire.

SOMMAIRE. — I. Les syndicats et les fonds d'Etats étrangers. — II. Les procédés d'introduction des actions par les syndicats ; l'influence du Crédit Mobilier. — III. Protestations contre les syndicats.

I. — Après la crise, économique autant que politique,

(1) Capefigue, *op. cit.*, IV, p. 165.

de 1848, le développement financier du pays reprit très rapidement sa marche.

L'industrie et le commerce, bientôt stimulés par les traités de 1860 et la prospérité générale, font de nouveaux progrès. Dès 1851, on voit se produire une nouvelle fièvre de hausse à la Bourse et de création de sociétés nouvelles. Les commandites par actions, dont le nombre avait considérablement déchu depuis la crise de 1838 (En 1843, il ne s'était fondé par exemple que 60 commandites par actions contre 117 commandites simples), reprennent leur essor : en 1853, il se fonda 360 sociétés en commandites contre 17 sociétés anonymes, et le capital engagé dans les commandites par actions dépassait un milliard, contre à peine 20 millions placés dans les commandites par intérêt. Une loi dut même soumettre en 1856 les premières à une réglementation sévère.

Pour profiter de ce mouvement et l'accélérer, se fondèrent à cette époque nos grands établissements de crédit, qui évincèrent peu à peu les banques de province et battirent en brèche la suprématie jusque-là incontestée des banquiers particuliers. Le gouvernement de 1848 avait créé le Comptoir d'Escompte ; en 1852, le Crédit Foncier est institué sous le nom de Banque foncière de Paris, et les Péreire fondent avec les Fould le Crédit mobilier. En 1859 apparaît le Crédit industriel et commercial, en 1863 naissent le Crédit lyonnais et la Société des dépôts et comptes courants, en 1864, la Société Générale, en 1865 la Société marseillaise de crédit industriel et commercial.

Au point de vue qui nous importe, il convient de distinguer ici encore les syndicats d'émission d'emprunts d'Etat et ceux formés pour le lancement des affaires privées.

L'importance des premiers diminua d'abord du fait que

le gouvernement napoléonien renonça au système, usité depuis 1815, de l'adjudication des emprunts à des syndicats de banquiers. Dès l'emprunt de 1854 à l'occasion de la guerre de Crimée, il recourut à la souscription directe du public et les grandes banques ne jouèrent plus dorénavant à l'égard des rentes françaises que le rôle de commissionnaires prêtant leurs guichets.

Mais Napoléon III ouvrit le marché français aux fonds d'Etats étrangers, et ce fut là pour les syndicats un nouveau et vaste champ d'action. Quoique l'ordonnance du 15 novembre 1823 ait autorisé l'admission de ces fonds à la cote, ils n'étaient encore que peu nombreux au début du règne, alors qu'en 1869, les emprunts autrichiens, espagnols, italiens, mexicains, américains, portugais, russes, turcs, danubiens, romains, etc., formaient un groupe de plus de quarante fonds d'Etats étrangers traités à la Bourse de Paris. Justement la loi de 1856, en entravant la constitution des commandites par actions, rejetait le public vers les titres à revenu fixe, et l'épargne française commençait à devenir un des réservoirs mondiaux de l'argent.

C'est donc aux syndicats de l'époque impériale qu'on pourrait adresser pour la première fois le reproche, si souvent fait depuis aux syndicats d'émission les plus modernes, de faciliter l'exode des capitaux français, au grand détriment de l'industrie nationale.

II. — Si l'on passe au marché des obligations et des actions de sociétés, on retrouve là encore la même tendance à chercher dans le groupement des intérêts un remède à l'excès de la concurrence.

Dans une étude publiée en mars 1861 sur les Banques françaises (1), M. P. Vosgien déclare qu'aux opérations de

(1) Dans le *Correspondant*, mars 1861, p. 451.

banque proprement dites, la Haute Banque ajoute « l'organisation des sociétés industrielles, les soumissions ou souscriptions aux emprunts d'Etat et de villes, les avances temporaires à des compagnies ou même à des particuliers, les ouvertures de crédit à l'étranger pour achats de matières premières, ou en France pour des entreprises de travaux publics ; les *syndicats d'intérêts similaires* en vue d'exercer sur les marchés une pression favorable à une opération convenue de change, de fonds publics ou de marchandises, enfin et comme conséquence finale la spéculation sur toutes les valeurs quelconques ».

On se faisait donc, à l'époque, du rôle des banques une conception très compréhensive et très voisine de la conception moderne. Aussi ne s'étonnera-t-on pas de voir leur intervention dans la constitution des sociétés présenter les mêmes caractères qu'aujourd'hui. Etudiant en 1856 dans un petit traité pratique des opérations de Bourse (1) l'organisation des sociétés et compagnies, M. Deplanque décrit la *vente à prime des actions*, « moyen nouveau, dit-il, et encore assez peu connu » de rémunérer les fondateurs lorsqu'ils ne peuvent se procurer une ristourne sur les marchés passés avec les entrepreneurs et qu'ils craignent d'effrayer le public en s'allouant des *coupons de fondation* (parts de fondateurs) : « La société étant formée, les fondateurs se réservent le plus grand nombre des actions. Celles qui sont délivrées aux souscripteurs ne doivent servir qu'à faire connaître le titre sur la place. Les moyens de publicité sont cependant disposés comme s'il s'agissait de placer d'abord tout le capital, souvent même il suffirait à un placement double ou triple ; c'est ce qu'on appelle lancer l'affaire.

(1) L. Deplanque, *Almanach de la Bourse pour 1895*, Paris, p. 99 s.

Les demandes viennent de toutes parts ; plus elles sont abondantes, mieux l'affaire se dessine. Cependant les fondateurs, constitués de fait en société particulière sous le nom de *syndicat*, mettent à part les actions qu'ils se réservent, font une répartition des actions disponibles au prorata des demandes, de telle sorte que celui qui a demandé deux cents en obtient vingt... Alors les fondateurs écrivent aux souscripteurs pour leur faire connaître le nombre d'actions mis à leur disposition : ce sont ces lettres qu'on appelle *promesses d'actions* ». Sur ces lettres, public et boursiers se livrent à des spéculations que les fondateurs soutiennent en opérant des rachats. « Enfin l'émission est annoncée : les titres commencent à paraître sur la place ; des ventes et des achats faits à propos sur ces titres qui sont encore en petit nombre en élèvent les cours à des taux fabuleux. C'est alors que les fondateurs s'empressent de réaliser les actions réservées, par petite partie, par des ventes au comptant, tandis qu'ils maintiennent les cours par des achats de prime à de forts écarts, primes qu'ils abandonnent en temps utile, et que tout est mis en œuvre pour donner les plus belles espérances de l'entreprise... Cette manière d'opérer peut devenir désastreuse pour les fondateurs spéculateurs unis en syndicat, si les opérations de ce syndicat ne sont dirigées par un homme extrêmement habile et revêtu d'un pouvoir absolu. »

On a peine à croire que cette description si fidèle et qui semble d'hier date de plus de cinquante ans.

Malheureusement, sous le second Empire, l'abus de ces manœuvres, l'usage sans mesure des syndicats d'émission l'intervention continuelle des syndicats de Bourse déchaînèrent sur le pays une crise aiguë de spéculation. Toutes les classes de la population agiotaient, comme aux temps

de la rue Quincampoix (1), car les valeurs mobilières fractionnées en coupures de vingt et même cinq francs avaient pénétré dans tous les milieux.

De plus la vogue dont jouissait le Crédit mobilier n'était pas pour enrayer cette tendance : Conçu pour être « une banque d'émission d'un nouveau billet de circulation ayant pour gage, non un portefeuille d'effets de commerce comme la Banque de France, le Comptoir d'Escompte ou d'autres banques du continent, mais des effets publics, actions, obligations ou titres de sociétés anonymes ou autres sociétés particulières » (2), il contribuait à la fondation de nombreuses sociétés dont il souscrivait tout ou partie du capital, et se procurait ce capital par l'émission de ses propres obligations ; à cet égard il jouait, à lui seul, par le groupement de capitaux qu'il représentait, le rôle d'un syndicat d'émission. Mais fatalement il se trouvait entraîné à soutenir les cours des titres qu'il avait pris en portefeuille, à former dans ce but des syndicats de Bourse et à augmenter par conséquent l'agiotage.

Enfin le prestige qui avait entouré sa naissance lui attirait des imitateurs peu scrupuleux. Songeant que le porteur de 100 actions est sans influence sur le cours d'une valeur, alors que 10.000 ou 12.000 actions vendues ou levées en liquidation devaient agir sur la hausse ou la baisse, des groupes de porteurs d'actions se formaient sous une direction ou une impulsion unique pour provoquer des différences de cours et en profiter. Telles furent la Caisse générale des chemins de fer de Mirès et la Caisse centrale

(1) Proudhon, *Manuel du spéculateur à la Bourse*, 1853 ; Fr. Ponsard, *La Bourse*, 1856 ; Dumas, *La Question d'argent*, 1857 ; Oscar de Vallée, *Les manieurs d'argent*, 1857 ; Capéfigue, *op. cit.*, 1861, t. IV, p. 240 ; De Mirecourt, *La Bourse et les signes du siècle*, 1863.

(2) M. Aycard, *Hist. du Crédit mobilier*, Paris, 1867, p. 55.

de l'industrie. C'était, on le voit, de véritables syndicats de Bourse agissant en plein jour au su et vu de tout le monde.

III. — Une telle situation ne pouvait durer sans inconvénients graves. Les procès relatifs aux sociétés financières se multipliaient, surtout depuis 1857 (1). Des protestations s'élevèrent de toutes parts. Il faut, demande l'une d'elles, supprimer d'abord les syndicats d'émission, en exigeant que la fondation des sociétés de spéculation se fasse par souscription publique des actions et que les fondateurs ne s'en réserve qu'une fraction déterminée, le quart ou le cinquième au plus. Et quant aux syndicats de Bourse, il faut « que la nouvelle législation étudie les moyens de proscrire ces syndicats qui n'ont d'autre but que de violenter le public en raréfiant les titres d'une valeur quelconque pour le forcer à les prendre à des cours démesurés » (2).

La loi du 24 juillet 1867 vint, en réglementant les sociétés anonymes, rétablir un peu l'ordre sur le marché financier ; mais ses effets commençaient à peine à se faire sentir que l'activité du pays se trouva suspendue par la guerre.

SECTION III. — Les syndicats sous la Troisième République.

SOMMAIRE. — I. Le paiement de l'indemnité de guerre. — II. La reprise des affaires et l'essor des syndicats d'émission. — III. La crise de 1882 et le krach de l'Union Générale. — IV. Les syndicats d'émission en Allemagne à cette date. — V. La jurisprudence françaises lors du krach. — VI. Les syndicats d'émission depuis la crise ; doctrine et jurisprudence.

I. — Avec le gouvernement républicain, nous entrons

(1) Cf. G. Duchêne, *La spéculation devant les tribunaux*, Paris, 1867.

(2) E. Nouette-Delorme, *Les sociétés de spéculation*, Paris, 1866, p. 11.

dans la phase la plus moderne de l'histoire de nos syndicats. Aussi, s'il nous reste à en retracer rapidement l'évolution finale, laisserons-nous ici de côté leur structure ; tels en effet ils étaient alors, tels nous les retrouverons dans notre prochain chapitre.

Dès les premières années qui suivirent la guerre, les syndicats financiers jouèrent un rôle efficace à l'occasion du paiement de l'énorme indemnité de guerre imposée par l'Allemagne. L'emprunt de 250 millions conclu pendant la guerre avec la Maison Morgan à des conditions onéreuses avait été employé par le gouvernement de la Défense Nationale ; il fallait se procurer d'autres ressources et recourir dans ce but aux financiers, faute de connaître les forces exactes du pays après une telle secousse.

En premier lieu, on devait acquitter la contribution de guerre de 200 millions imposée à la Ville de Paris par l'armistice du 28 janvier 1871 : un syndicat formé des premières banques de Paris se chargea de procurer à la Ville l'or et les traites sur Berlin et Londres nécessaires à ce paiement (1).

Puis la loi du 21 juin 1871 organisa un emprunt de 2 milliards par souscription publique, qui fut couvert plus de deux fois. Un syndicat de banques avait garanti l'emprunt et en avait même absorbé la plus grosse part, car longtemps un grand nombre de titres resta entre ses mains.

Enfin l'emprunt de 3 milliards autorisé par la loi du 15 juillet 1872 se fit également avec le concours d'un syndicat de garantie formé des principaux établissements de crédit. Une obligation particulière pesait même sur lui :

(1) L. Say, Rapport sur le paiement de l'indemnité de guerre présenté le 5 août 1874, dans les *Finances de la France*, I, p. 389.

comme les fonds de l'indemnité devaient être fournis par la France en valeurs allemandes ou convertis à ses frais en valeurs de cette nature, le syndicat se vit imposer la fourniture de 700 millions de francs en traites sur l'étranger. Grâce à cette mesure, l'exportation des capitaux français opérée par toutes les grandes maisons de banque d'Europe suivant un plan concerté put se faire sans amener de variations brusques dans le cours du change (1). Et c'est là un article important à inscrire au crédit des syndicats financiers.

II. — Dans ces premières années, la spéculation privée s'était tue. Mais après l'évacuation du territoire et le paiement de la dette étrangère, un grand réveil des affaires se produisit à la suite de la magnifique preuve de vitalité donnée par le pays. Les sociétés nouvelles se multiplièrent pour mettre en valeur les richesses nationales ; tirant profit de la loi du 12 juillet 1865 qui avait donné aux conseils généraux le droit de concéder les chemins de fer d'intérêt local, les financiers créèrent de nombreuses compagnies, souvent peu solides d'ailleurs. Si bien que les sociétés

(1) « On intéressait par là les grandes maisons de banque non seulement à la souscription de l'emprunt, mais encore au maintien dans les limites raisonnables du cours du change, puisque c'étaient ces maisons de banque elles-mêmes qui couraient aux lieu et place du Trésor le risque de la hausse du change jusqu'à concurrence d'un achat de 700 millions de francs. On peut dire que toutes les grandes maisons de banque de l'Europe ont concouru à cette opération, et il suffit pour montrer l'étendue et la grandeur de cette affaire de dire que le nombre des maisons qui ont signé le traité ou y ont adhéré était de 55, et que plusieurs d'entre elles représentaient des syndicats de banquiers, ce qui portait le nombre des intéressés à un chiffre bien plus considérable encore. » — Léon Say, *op. cit.*, p. 411.

anonymes nouvelles, dont la moyenne de constitution annuelle était de 126 depuis 1866 jusqu'à 1870, atteignent celle de 202 de 1871 à 1875. Et la courbe monte encore : les capitaux de toutes les sociétés constituées dans le département de la Seine en 1878 ne dépassaient pas 325 millions ; ils atteignaient 930 millions en 1879, 1.285 en 1880 et 2.630 en 1881.

Cet essor économique, joint aux actives relations qui s'étaient établies entre la France et l'étranger pour solder l'indemnité, parurent très propices à la constitution de grands établissements de crédit. On voit leur nombre, qui était avant 1870 de 7 sociétés de crédit françaises et 2 sociétés étrangères, croître rapidement jusqu'à atteindre en avril 1881 le nombre de 44 sociétés françaises et 7 étrangères cotées à la Bourse de Paris ; leur capital nominal représentait alors 2 milliards 664 millions avec un capital réellement versé de 1.206 millions ! A la même date d'ailleurs, signe caractéristique, le Comptoir d'Escompte abandonne la ligne de conduite prudente qu'il avait jusque-là suivie et son assemblée générale du 31 janvier 1874 ajoute à ses statuts l'autorisation « de négocier toutes opérations de Banque ou de finances ou participer aux opérations de même nature faites par des tiers » ; il devait voir en 1890 quels dangers il y avait à sortir du champ d'action tracé par ses fondateurs.

C'est à cette période que correspond le développement intensif des syndicats d'émission. La constitution de toutes ces sociétés mettant en jeu des capitaux énormes, les incessantes augmentations de capital des nouveaux établissements de crédit et l'afflux des emprunts d'Etat conduisaient les banques à recourir à l'instrument des syndicats dont l'expérience des emprunts de liquidation de 1871-72 venait une fois encore de prouver l'efficacité.

Jusqu'à cette époque, si les syndicats d'émission n'étaient pas, comme nous l'avons déjà dit, inconnus, le terme en lui-même était peu usité en dehors de ses applications aux spéculations de bourse. Littré, dans son dictionnaire de 1874, donne déjà une définition assez générale ; pour lui, le syndicat est une « réunion de capitalistes intéressés dans une même entreprise et mettant en commun leurs titres pour en opérer la vente sans en altérer le prix ». Mais à l'usage les syndicats se perfectionnèrent vite et on verra tout le progrès par eux parcouru dans les années qui suivent, quand on compare cette définition avec celle, bien plus précise quoiqu'aussi générale, qu'en donne O. Masselin en 1888 dans son *Dictionnaire juridique* : « C'est, dit-il, une association de fait formée entre plusieurs ou un grand nombre de porteurs d'actions ou d'obligations à l'effet de soutenir les cours des valeurs syndiquées, même de provoquer la hausse de ces valeurs ; le tout afin de les écouler dans le public au taux le plus élevé s'il s'agit de ventes partielles, ou à un taux déterminé s'il s'agit d'une vente publique par voie d'émission, qu'il ne faut pas confondre avec souscription. »

En effet, comme les procès qui éclatèrent après 1882 le révélèrent, toutes les sociétés constituées autour de cette date avaient été lancées par des syndicats. Pour prendre un exemple qui montre leur importance, le syndicat formé pour l'émission des 295 millions d'actions de la Compagnie de Panama en 1880 comprenait les sociétés : Franco-canadienne, des dépôts et comptes-courants, Banque de Paris et des Pays-Bas, Société financière, Crédit lyonnais, Comptoir d'escompte, Société générale, Union générale, Crédit foncier, Crédit industriel, Crédit mobilier,

etc.. (1). Par un acte signé des parties contractantes, les fondateurs mettaient en commun les risques de l'opération et ses bénéfices ; agissant ainsi d'accord avec un nombre plus ou moins considérable d'associés de fait et limitant leur responsabilité personnelle, ils jouissaient d'une relative sécurité. Tel est encore le rôle de nos syndicats de prise ferme et de garantie. De plus, on se servait encore des syndicats comme d'un miroir à alouettes propre à attirer les souscripteurs. On leur proposait, non de souscrire purement et simplement, mais d'adhérer à un syndicat formé pour placer à bénéfice commun et avec une grosse prime les titres souscrits. Le placement se changeait en spéculation et le capitaliste qui se voyait déjà rentrer à bref délai dans ses fonds, et au delà, n'hésitait pas à prendre un engagement supérieur à ses facultés réelles (2).

III. — Ces manœuvres, malheureusement, faussaient le cours des valeurs ; elles déterminaient à la Bourse de brusques sautes de vent dont le public subissait les effets ruineux et qui même faisaient sombrer parfois quelque financier instable. Tel le banquier belge Philippart, fondateur

(1) A. Chirac, *L'agiotage sous la troisième République*. Paris, 1888, t. I, p. 302. Cf. le modèle de l'acte syndical, Annexes, sect. I.

(2) « Considérant, dit un arrêt du 11 juin 1886, relatif à la liquidation du Comptoir financier et industriel, qu'il résulte des documents de la cause que les administrateurs du Comptoir, pour obtenir plus facilement les sommes nécessaires à l'augmentation du capital social votée par l'Assemblée des actionnaires, avaient imaginé de présenter l'opération, non comme une souscription pure et simple constituant un placement définitif, mais comme un syndicat destiné à réunir les titres pour les revendre à bref délai après avoir assuré la hausse des cours ». *J. S.*, 1887, p. 27.

de nombreux réseaux de chemins de fer d'intérêt local, qui s'écroula en 1877 (1). Mais cet événement ne ralentit pas le mouvement. L'agiotage et les opérations des syndicats reprirent de plus belle. Le 3 0/0 passa de 65 francs (fin 1875) à 84 fr. (fin 1880). De la fin de 1875 à 1881, les actions de la Banque de France s'élevèrent de 3.810 francs à 5.750 ; celles du Crédit Foncier, de 910 à 1.170 ; celles du Comptoir d'Escompte de 620 à 1.045 ; celles du Canal de Suez de 737 à près de 3.500. Celles de l'Union Générale, fondée en 1870, passaient de 955 à la fin de 1880 jusqu'à 3.000 au début de 1882, à la suite de l'annonce de l'augmentation du capital de la société.

Ce « run » de spéculation souleva les protestations des économistes qui se souvenaient des ruines, toutes récentes encore, causées par l'agiotage sous le Second Empire. MM. Paul Leroy-Beaulieu, Courcelle-Seneuil, Malapert et bien d'autres signalaient dans de vigoureux articles (2) les manœuvres des syndicats de fondateurs qui remplissaient à huis clos toutes les formalités constitutives, s'attribuaient le quart versé en paiement des frais de premier établissement, et quand il n'y avait plus un centime en caisse, écoulaient à grand renfort de publicité les titres dans le public. M. Ad. Blaise, étudiant « Un côté de l'histoire contemporaine » (3), montrait comment les multiples sociétés financières créées depuis peu de temps, propriétaires de somptueux immeubles, de journaux spéciaux et des bulletins financiers des grands journaux politiques, « se syndiquent fréquemment par groupes pour certaines opérations déter-

(1) P. Delombre, *L'affaire Philippart*, Paris, 1877.

(2) *Econom. franç.*, 8 novembre 1879, *Journ. des Econom.*, août et surtout septembre 1880, p. 340 s.

(3) *Journ. des Econom.*, juin 1881, p. 321 s.

minées, comme de gros emprunts ; c'est alors une sorte de participation. Ils s'entendent tacitement pour les affaires isolées ; autrefois, de 1855 à 1870, les influences financières se combattaient souvent et les luttes faisaient tenir à l'écart tous les hommes prudents qui sont entraînés aujourd'hui par un courant toujours dirigé dans le même sens ». Et il prophétisait une crise inévitable et prochaine.

Six mois après, elle était déclanchée précisément par les manœuvres d'un syndicat. Pour entraver la hausse rapide des actions de l'Union Générale, ses adversaires avaient constitué un puissant syndicat à la baisse sur le principal marché de ces actions, celui de Lyon. L'Union commit la faute d'opérer 100 millions de rachats ; mais ses ressources étaient inférieures à celles de ses adversaires. Le syndicat réussit à provoquer également une baisse générale sur le marché de Paris, et l'Union, incapable de résister, fut mise en faillite en février 1882.

Ce fut le signal d'une débâcle universelle. Toute la cote s'effondra ; les nouveaux établissements de crédit, Banque du Rhône et de la Loire, Comptoir Financier et Industriel, Crédit de France, Crédit Général Français, etc... s'écroulèrent si rapidement qu'en 1886 il ne resta pas debout une seule des sociétés de ce genre fondées de 1878 à 1882. On comprendra mieux encore l'importance de la crise, dont la répercussion se fit longtemps sentir, en lisant le diagramme suivant. Le nombre des sociétés anonymes nouvelles qui avait été de 511 en 1879, de 787 en 1880, de 976 en 1881, tombe à 738 en 1882, à 489 en 1883, à 363 en 1884 et à 295 en 1887 ; les capitaux des sociétés constituées en 1881 étaient de 2.630 millions, en 1882 de 1.276, en 1883 de 545 en 1884 de 373.

IV. — Toutes ces ruines devaient attirer l'attention des

tribunaux sur la constitution des sociétés atteintes et par suite sur les syndicats d'émission.

Mais ce n'est pas en France que nous trouverons les premiers monuments de jurisprudence relatifs à notre sujet ; c'est l'Allemagne qui nous les fournira.

Dans les années qui suivirent immédiatement la guerre de 1870, il s'était en effet manifesté en Allemagne un mouvement de reprise des affaires analogue à celui, un peu plus tardif, que nous avons signalé en France. Ce mouvement, dû à des circonstances politiques et économiques particulièrement favorables, se traduisit par une véritable surenchère de fondation de sociétés anonymes, que la Nouvelle du 11 juin 1870 venait de dispenser de l'autorisation gouvernementale, jusque-là exigible pour leur constitution.

Nos voisins connurent alors toutes les fraudes que le krach de 1882 devait révéler en France : souscription par hommes de paille, versements fictifs, bilans falsifiés, majoration des apports, enfin aussi manœuvres des syndicats (1). L'une des plus fréquentes, nous indique le rapport d'une commission spéciale devant la Chambre des députés prussiens en 1873, se présentait à l'occasion de la fondation des compagnies de chemins de fer. Les fondateurs formaient un syndicat d'émission qui souscrivait les actions et les vendait en Bourse, et un syndicat d'entrepreneurs qui recevait en paiement des frais de construction l'intégrité du capital. Mais ces frais étaient majorés à tel point que les entrepreneurs devaient, tout en se réservant un gain élevé, restituer en sous-main au syndicat d'émission, une part importante du capital. Souvent même les deux syndicats étaient composés des mêmes personnes (2).

(1) V. Ring, *Das R. G. B. betr. die Commanditgesellschaft. auf Aktien*, Berlin, 1886, p. 7.

(2) *Sten. Ber. des Abgeord Hauses*, 1873-1874, t. 1, p. 125.

La réaction ne tarda pas à se faire sentir, et en 1873 une violente crise dévasta les marchés de Berlin et de Vienne. Bientôt s'élevèrent des procès relatifs aux syndicats d'émission devant le Reichsoberhandelsgericht, Cour supérieure d'Empire en matière commerciale. Dès 1872, la Cour avait à examiner la nature juridique du consortium de fondateurs et rendait à l'occasion des syndicats d'émission plusieurs arrêts de principe (1).

Cette précoce jurisprudence explique pourquoi la doctrine allemande fut la première de beaucoup à soumettre les syndicats à la critique juridique. Dès 1873, en effet, M. Sydow publiait sur la matière une étude qui est restée fondamentale (2).

V. — En France, le mouvement jurisprudentiel fut un peu plus tardif.

La première décision que nous avons rencontrée sur les syndicats (3) est un jugement du tribunal de commerce de la Seine du 7 octobre 1879 (*Journ. des Soc.*, 1882, p. 612) relatif à un syndicat formé par le Crédit général français. Et le tribunal civil de la Seine décide, le 6 juillet 1881 (*Journ. des Soc.*, 1882, p. 69), dans l'un des procès relatifs à la liquidation des affaires Philippart, que le syndicat formé entre les actionnaires de la Compagnie des Chemins de fer de Vendée, en intervenant en Bourse pour soutenir les cours des actions de la société, n'avait commis aucune manœuvre dolosive.

(1) *Entsch. des R. O. H. G.*, t. IX, p. 135.

(2) *Ueber Consortien zur Aktien-Begebung*, dans le *Zsch. für d. ges. Handelsrecht*, t. XIX, p. 427. — Cf. aussi les *Juristische Blätter* (Vienne), 1874, n° 51, et 1875, n° 15 s., et H. Thöl, *Das Handelsrecht*, Leipzig, 1875, t. I, n° 128.

(3) Cf. aussi Trib. com. Bruxelles, 21 avril 1877, *Pasicr. belge*, 77.3.323.

Mais la crise de 1882 vient poser le problème avec une acuité particulière, et l'opinion publique presse les magistrats de sévir contre les financiers auteurs de tant de ruines.

Les premiers atteints sont les syndicataires. Dès la déclaration de faillite de deux gros établissements, le Crédit de France et le Comptoir financier et industriel, les syndics réclament aux membres des anciens syndicats de souscripteurs les versements complémentaires sur leurs actions non libérées. Protestations et moyens dilatoires sont vains ; les syndicataires sont, affirment les tribunaux, des actionnaires et doivent s'acquitter de leurs obligations (D. 87.1.379).

L'orage s'abat presque en même temps sur les administrateurs des sociétés en déroute. L'arrêt sévère qui clôture l'affaire de l'Union Générale range les actions parmi les marchandises dont l'accaparement est passible des peines de l'article 419 du Code pénal ; à Lyon, si durement éprouvé par le krach, les actionnaires de la Banque de Lyon et de la Loire utilisent cette arme contre leurs mandataires gérants de syndicats ; il en est de même à Paris dans l'affaire Saurier et Kœnig (Syndicat financier parisien et Crédit provincial).

A ce moment l'avenir des syndicats semble bien compromis. Mais les esprits bientôt se calment ; Lyon reconnaît lui-même que le syndicat ne constitue pas une manœuvre dolosive (*J. des Soc.*, 1887, p. 93), et la Cour de cassation écarte définitivement la menace de l'article 419 (D. 86.1.389). Et les pratiques syndicales, après cette chaude alerte, reprennent dans la vie financière leur place traditionnelle !

VI. — Tout cet effort de la jurisprudence, dont nous venons de signaler les principales directions, avait été peu suivi par la doctrine en ce qui touche directement les questions relatives aux syndicats.

Sans doute la Société d'Economie politique examinait, dans sa séance du 6 mars 1882, les modifications à apporter à la loi de 1867 pour réprimer les pratiques syndicales dont M. A. Monteaux lui signalait exactement les dangers (1). Sans doute les revues spéciales se lamentaient, et M. Vavasseur qualifiait les syndicats de « véritables pompes aspirantes et foulantes, opérant le vide en s'emparant rapidement des titres flottants pour les vendre et les écouler peu à peu par filets légers, filtrant au travers des écluses fermées, pour mieux irriter la soif de ceux qui attendent et demandent (2). » Mais l'étude de M. Thaller sur les « Emissions d'actions à primes » en 1881 (3) était à peu près la seule tentative d'analyse juridique des opérations des syndicats.

Le mouvement doctrinal s'accroît lorsque MM. Levilain et Pic eurent fait paraître dans le *Dalloz* d'importantes notes (4) que suivit bientôt en 1898 l'essai de synthèse de M. Chasseriau.

En effet, la reprise des affaires, plusieurs années après la crise de 1882, et l'assainissement du marché financier, n'avaient pas clôturé l'ère des syndicats. Seulement ceux-ci opéraient maintenant en silence, sans scandale, et s'étaient adaptés à un milieu moins secoué par l'agiotage.

Ce qui ne signifie pas qu'ils respectaient toujours la bonne foi et la loi. Bien souvent le syndicat a été un instrument dont ont joué des fondateurs peu scrupuleux au préjudice des actionnaires ou des créanciers de la nouvelle société. Citons seulement ceux qui firent le plus de bruit : voici le syndicat formé par les actionnaires de la Société

(1) *Journ. des Econ.*, mars 1882, p. 493.

(2) *Rev. des Soc.*, 1884, p. 212.

(3) *Rev. critique de lég.*, t. 48, p. 519.

(4) D. 90.2.265 et 1896.2.481.

de Réassurances générales, que la Cour d'Orléans acquitta en 1890 sur renvoi de la Cour de cassation, mais en le blâmant sévèrement (1) ; voici les syndicats créés par la Société des Dépôts et Comptes courants qui maintinrent le cours artificiel des actions de la société jusqu'en 1894, où le tribunal civil de la Seine vint rétablir le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande (2) ; tel est encore le syndicat formé entre les principaux souscripteurs de la Compagnie centrale des cafés-restaurants, dont tous les membres n'étaient que les hommes de paille du vrai fondateur (3).

Les grands établissements de crédit ne dédaignaient d'ailleurs pas plus cet utile intermédiaire que les banques véreuses. Lorsque le Comptoir d'Escompte, en avril 1889, sombra pour s'être solidarisé avec un syndicat industriel, il fut sauvé 1° par le syndicat des principaux établissements de crédit qui, sous la direction de la Banque de France, lui avança 140 millions ; 2° par le syndicat de garantie qui assura la souscription des actions émises par le nouveau Comptoir National d'Escompte. De même, lors de la chute de la Société des Dépôts et Comptes courants en 1891, le Crédit Foncier forma un syndicat de garantie grâce auquel la nouvelle « Banque de Dépôts et Comptes courants » put prendre la suite de la société disparue jusqu'en 1892, époque où elle fut elle-même absorbée par le Comptoir d'Escompte. A son tour, la Banque de Paris et des Pays-Bas, gérante d'un syndicat pour le placement des obligations de la Compagnie française des chemins de fer de l'Etat de Santa-Fé, soutint en 1893, contre les obligataires de cette société, un retentissant procès dont elle sortit d'ailleurs

(1) D. 91.2.337.

(2) *J. des Soc.*, 1895, p. 87.

(3) D. 95.1.101.

exempte de toute responsabilité (1). Enfin, la lamentable liquidation de la Compagnie du Canal interocéanique de Panama mit en lumière une nouvelle forme de syndicats, les syndicats à option, habiles trompe-l'œil sous le couvert desquels la Compagnie cherchait à se ménager des concours intéressés et auxquels l'étendue et la qualité des intérêts en cause assurèrent une triste célébrité (2).

Depuis cette époque, les procès relatifs aux syndicats sont rares. Les arrêts que nous venons de citer touchaient presque tous à des questions de validité des syndicats ou de leurs manœuvres ; mais aujourd'hui les financiers instruits par l'expérience respectent la loi, ou savent la tourner. Quant aux procès concernant la structure interne des syndicats, s'ils se présentent parfois encore (3), ils sont peu fréquents ; les banques ont, en effet, trop d'intérêt à transiger en face de la moindre difficulté afin de reporter leur effort sur une autre entreprise qui suivra régulièrement son cours ; de leur côté, les syndicataires hésitent à soulever un litige dans lequel ils triompheraient peut-être, mais dont la suite certaine serait dans l'avenir leur exclusion des fructueuses participations. Au reste, ce sont là matières où, de l'avis des intéressés, la justice doit intervenir le moins possible. Tant que les affaires marchent bien et que les syndicats donnent des bénéfices, les difficultés se tranchent en famille ; ce n'est qu'aux époques de crises que le voile du temple se déchire et qu'il faut faire appel à un tiers pour arbitrer les querelles intestines mises à nu.

(1) D. 96.2.481.

(2) *Pand. franç.*, 1902.1.385.

(3) L'un des plus récents arrêts sur les syndicats examine la validité de la clause des comptes obligatoires. C. Paris, 13 mars 1912, *Gaz. Pal.*, 14 juin 1912.

TITRE II

LES SYNDICATS D'ÉMISSION A L'ÉPOQUE ACTUELLE

SOMMAIRE. — **Remarques préliminaires** : le groupement des banques et les syndicats d'émission en France. — Plan.

Avec quelle persévérance les financiers ont su utiliser les syndicats, l'histoire des successifs perfectionnements qu'ils y ont apportés vient de nous le montrer.

Dans la vie économique actuelle, les syndicats tiennent pourtant une place plus grande encore, et jamais peut-être, ils n'ont joué un rôle aussi décisif qu'aujourd'hui. Il faut attribuer cette importance nouvelle au changement qui s'est produit de nos jours dans la fonction des banques.

Autrefois, l'activité des banquiers se trouvait à peu près confinée dans les opérations de banque proprement dites : réception de dépôts, ouverture de crédits et de comptes courants, escompte, avances sur titres, reports, arbitrages. Depuis longtemps, ce cadre relativement étroit est brisé. A l'imitation des grands établissements de crédit, qui ont toujours employé les énormes disponibilités de leur capital et de leurs réserves à de grandes opérations de crédit public, toutes les banques, qu'il s'agisse de banques par actions ou de banques privées, — celles-ci devenues de plus en plus rares — tirent leurs principaux bénéfices du placement des fonds d'Etat, des actions de sociétés particulières qu'elles transforment en sociétés anonymes, des obligations

dont le revenu fixe séduit les capitalistes. Comme on l'a dit, « les banques vivent de l'escompte, mais elles vivent du placement » (1).

Un exemple frappant de cette évolution nous est fourni par les changeurs et les receveurs de rentes qui, autrefois étroitement spécialisés, sont maintenant surtout des placeurs ; de même, les banques régionales n'ont pu résister à la concurrence que leur faisaient sur place les principaux établissements de crédit qu'en cherchant dans les participations aux grandes opérations de placement des bénéfices que la banque pure n'était plus en mesure de leur donner.

Le principal effort des financiers tendant alors à faire pénétrer dans le public des valeurs nouvelles, leurs rapports réciproques devaient se modifier ; une politique d'action concertée se substitua, les faits le démontrent, à la concurrence individuelle.

Comment en effet sont, en ce qui concerne le placement, organisées nos banques à l'heure actuelle ?

A la tête de la hiérarchie sont les établissements de crédit dont la prépondérance s'est affirmée ; ils constituent des réservoirs d'émission dont les robinets s'ouvrent tout grand aux époques favorables. Grâce à leur réseau de succursales étendu sur le pays, ils sont en relations directes avec le public.

Au-dessous d'eux, et à côté des gérants de fortune et des intermédiaires patentés, les banques se sont principalement divisées en deux classes : les unes n'ont pas de clientèle privée, ou une clientèle très restreinte, mais en raison des capitaux importants dont elles disposent et de leurs relations, elles réussissent à se faire admettre aux distributions

(1) *Economie nationale*, 21 septembre 1912. — Cf. aussi A. Sayous, *Les banques de dépôt, de crédit, et les sociétés financières*, Paris, 1901.

de participations syndicales et à acquérir à bon compte les titres qu'elles revendent ensuite à d'autres banques. Ces banques revendeuses qui cherchent à se développer, non pas en étendant leur clientèle privée, mais en fournissant du titre aux banquiers locaux, sont nombreuses dans la finance parisienne.

Les autres, principalement les banques de province, sont, au contraire, des banques de classement ; ce sont elles qui entrent directement en rapport avec l'épargne publique et qui en connaissent le mieux les besoins.

Ce sommaire tableau de l'organisation financière de notre pays à l'heure actuelle suffit à nous expliquer pourquoi les syndicats constituent un des rouages les plus essentiels des émissions.

Quand l'un des établissements de crédit veut procéder au placement des valeurs dont il s'est chargé, il pourrait, le plus souvent, les introduire dans le public à lui seul, soit par vente en Bourse, soit par émission publique à date fixe, soit plus couramment en les vendant à ses guichets ou dans ses succursales.

Mais s'il s'agit d'une très grosse affaire : emprunt d'Etat, construction d'un port, fondation d'une Compagnie de chemins de fer ou création d'un crédit foncier à l'étranger, les risques à endosser seraient peut-être trop lourds ; il aura intérêt à restreindre les aléas de l'opération en diminuant son bénéfice et à faire cette opération en commun avec les autres établissements de crédit ; il sait d'ailleurs que, par réciprocité, ces derniers l'appelleront à partager les affaires qu'ils auront obtenues de leur côté. C'est ainsi que nos quatre grands établissements de crédit : Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir national d'Escompte, Crédit industriel et commercial, et nos principales banques d'affaires, surtout la Banque de Paris et des Pays-Bas, ont pris

l'habitude, pour les affaires les plus importantes, de former un vaste consortium où la Banque de Paris joue le rôle de gérante, apporte et dirige l'affaire dont les autres participants placent les titres parmi leur clientèle (1).

Les membres du grand consortium peuvent, à leur tour, former chacun de leur côté des syndicats avec les banques amies ou alliées ; telle est l'union étroite qui règne entre la Banque de Paris et des Pays-Bas, la Société Générale et la Banque privée Lyon-Marseille, et celle moins resserrée qui rattache le Crédit industriel et commercial aux Sociétés provinciales qu'il a créées et qui ont maintenant pris un essor considérable : la Société Marseillaise, la société Nancéienne, la Société Bordelaise. Les banques d'affaires font de même ; citons, par exemple, le groupe très fermé de l'Union Parisienne. C'est également dans les syndicats de cette classe qu'entrera la haute banque formée des représentants très puissants de la finance privée si longtemps prépondérante : les Rothschild, Sulzbach, Lazard, Camondo, d'Erlanger, L. Dreyfus, Heine, Cahen d'Anvers, Mallet, Hottinguer, de Neullize, Vernes, Stern, Mirabaud, de Bethmann, etc.

Enfin, le dernier gradin est formé par les banques revendeuses qui ont cherché, elles aussi, à constituer des groupements, mais, cette fois, avec les banques de classement ; ont-elles pu obtenir une participation importante dans une émission, elles se hâtent de former un syndicat et de se décharger sur lui du poids de l'opération ; de même, si l'une des banques de classement a l'intention par exemple de lancer une société par actions, la banque revendeuse

(1) Cf. A. Neymarck, dans le *Renlier*, 7 janvier 1905 ; Lysis, *Contre l'oligarchie financière en France*, p. 8 ; Brouilhet, *Précis d'Économie politique*, 1912, p. 593.

qui « marche » avec elle apportera son groupe, pour constituer un syndicat d'importance purement locale.

L'édifice ainsi construit n'est naturellement qu'un schéma ; les contours des syndicats ne sont pas aussi nets que nous l'avons laissé entendre, et souvent se déforment par une pénétration réciproque.

D'ailleurs, les banquiers placeurs se sont efforcés de rompre ces cadres et d'éviter l'intermédiaire des banques revendeuses. Tel était du moins le but poursuivi par le Syndicat des banques de province lors de sa fondation en 1899 (1) ; il cherchait : 1° à grouper les banquiers de province afin de leur permettre d'entreprendre pour leur propre compte des affaires d'intérêt général ; 2° à faire participer le syndicat directement aux grandes opérations d'émission afin que ses membres bénéficiassent des conditions syndicales sans payer de commission à des intermédiaires. En revanche, il exigeait d'eux un engagement ferme jusqu'à une somme fixe, de façon à ce que soit assuré le placement du stock assumé par lui. Aujourd'hui le syndicat, devenu la Société centrale des banques de province et pourvu d'un gros capital, n'exige plus cet engagement de prise ferme et s'est transformé en un grand établissement de crédit ayant seulement de nombreux correspondants en province. D'autres sociétés poursuivent la même tentative : telles la Société auxiliaire des banques régionales, la Société syndicale de banques, pour les banques de province, et le Syndicat des banquiers changeurs, pour les changeurs.

On pourrait donc à bon droit qualifier la politique financière moderne de politique des groupements. Nous allons

(1) Conférence de M. Petit au Congrès du syndicat à Marseille, le 13 septembre 1906. — Cf. aussi L. Barety, *L'évolution des banques locales en France et en Allemagne*, th. Paris, 1908, p. 159 s.

le constater en suivant l'intervention constante des syndicats dans les émissions telles qu'elles se pratiquent à l'heure actuelle.

Les procédés d'émission sont nombreux ; nous avons déjà signalé l'émission publique à date fixe, date annoncée par des affiches et des notes dans les journaux, la vente en Bourse par agents de change ou coulissiers, enfin la vente aux guichets des banques, qualifiée parfois de placement au robinet et que les établissements de crédit utilisent presque exclusivement ; la combinaison de ces différents procédés crée encore de nombreuses modalités. Mais la structure du syndicat ne changera pas, ou changera très peu, suivant le système adopté. Aussi ne les étudierons-nous pas séparément ; nous préférons, dans un premier chapitre, esquisser la pratique des syndicats, c'est-à-dire : 1^o grouper les hypothèses où les banquiers recourent aux syndicats d'émission, car ce rapprochement montre avec netteté l'importance du rôle de ceux-ci ; 2^o suivre pas à pas les différentes phases du lancement d'une valeur sur le marché ; puis, après avoir jeté un coup d'œil sur les syndicats à l'étranger, particulièrement en Allemagne et en Angleterre (chap. II), et sur les syndicats internationaux (chap. III), nous essaierons, à l'aide de ces documents, d'apprécier la valeur économique du syndicat d'émission (chap. IV).

CHAPITRE PREMIER

LA PRATIQUE DES SYNDICATS D'ÉMISSION.

SECTION I. — Dans quels cas les émetteurs recourent-ils aux syndicats d'émission ?

SOMMAIRE. — I. *Constitution d'une société nouvelle* : A. Fondation simultanée ; B. Fondation successive. — II. *Augmentation du capital*. — III. *Emissions d'obligations et d'emprunts d'Etat* : A. Adjudication à un syndicat de banquiers ; B. Système du robinet ; C. Emission publique à date fixe. — IV. *Conversions*.

Si l'on examine comment sont introduits de nos jours les titres sur le marché public, il faut reconnaître que les cas sont relativement rares où les opérations de quelque importance sont entreprises sans l'aide des syndicats d'émission.

Pourtant ce principe ne s'étend pas avec la même généralité à toutes les formes que revêtent aujourd'hui les valeurs mobilières. Sans doute, rien en principe ne s'opposerait à la formation de syndicats destinés à placer des actions d'apport ou des parts de fondateurs. Mais les premières ne peuvent être détachées de la souche que deux ans après la constitution définitive de la société, depuis la loi de 1893 ; si les porteurs veulent alors s'en défaire, ils les négocieront en général individuellement en Bourse. Quant aux parts de fondateurs qui ne sont pas, d'après la

jurisprudence (1), frappées de cette paralysie temporaire, les fondateurs sont, au point de vue de leur placement, moins solidaires les uns des autres que quand il s'agit d'actions ou d'obligations ; l'échec du placement des parts ne porte point atteinte au crédit de la société ; de plus la quantité de ces titres à lancer sur le marché étant ordinairement restreinte, les fondateurs les écouleront, le plus souvent, à leur gré sans se soumettre à une discipline collective.

Mais l'émission des actions et des obligations nous ouvre encore un champ assez vaste, comme nous allons le voir en passant en revue les différentes circonstances où les financiers sollicitent le concours des capitaux.

I. — Constitution d'une société nouvelle.

Le cas le plus important d'émission d'actions est celui de la constitution d'une société nouvelle.

Les sociétés par actions « ne peuvent, dit l'article 1^{er} de la loi de 1867, être définitivement constituées qu'après la souscription de la totalité du capital social ». Cette condition, on l'a depuis longtemps noté (2), peut être réalisée de deux manières différentes. Le plus souvent aujourd'hui lorsqu'il s'agit de constituer une société par actions n'exigeant pas des capitaux tout à fait considérables, les fondateurs souscrivent toutes les actions de la société, effectuent le versement du premier quart et accomplissent entre eux les formalités qu'impose la loi : c'est ce que la doctrine allemande a qualifié de fondation simultanée

(1) Cf. C. Paris, 14 janvier 1895, *R. S.*, 1895, p. 218 ; Lecouturier, *Traité des parts de fondateur*, n° 88 ; Thaller, *Traité*, n° 639.

(2) Thaller, Des nouvelles pratiques suivies en matière de sociétés, émission d'actions à prime, *Rev. crit.*, 1881, t. 48, p. 519.

(Simultan-Gründung). Telle n'est pas la situation qu'avait conçue le législateur en 1867 (1). Quoique les faits rapportés dans notre historique eussent pu, dès lors, lui ouvrir les yeux sur le rôle des financiers dans les émissions, il a pensé que les fondateurs offriraient les titres au public et attendraient, pour procéder aux formalités constitutives, que ces derniers aient souscrit tout le capital ; il n'a prévu que la fondation successive (Sukcessiv, Stufengründung).

A. — *Fondation simultanée.* — Dans ce cas, avons-nous dit, les fondateurs souscrivent toutes les actions et satisfont entre eux aux prescriptions légales.

Ce mode de constitution devait naturellement remporter auprès d'eux beaucoup de succès : au point de vue de la rapidité de la constitution, il dépassait de beaucoup l'autre ; plus de lentes souscriptions au jour le jour, plus de doubles assemblées de vérification ; les statuts rédigés devant notaire contiendront l'acte social, la déclaration de souscription intégrale et de versement du quart, la désignation des premiers administrateurs ; quant à l'assemblée de vérification des apports qui reste nécessaire si tous les fondateurs ne sont pas eux-mêmes apporteurs, on la tiendra en petit comité, en famille, ou même, puisque tous sont d'accord, l'un d'eux rédigera le procès-verbal que les autres signeront quand ils en auront l'occasion. Au point de vue de l'absence de contrôle, sécurité non moins grande : toutes les fraudes constitutives franchiront sans difficulté les barrières préventives opposées par la loi, puisque les fondateurs eux-mêmes pourront leur ouvrir la porte. De plus

(1) Les législations plus modernes que la nôtre réglementent séparément les deux modes de fondation : art. 128, 129, C. com. italien de 1882 ; art. 209, C. com. autrichien ; art. 188, 189, C. com. allemand de 1897.

les fondateurs de sociétés ont depuis longtemps remarqué que le public acquiert plus volontiers les titres d'une société déjà fondée qu'il ne souscrit ceux d'une société en voie de formation et dont la constitution définitive est encore incertaine.

Mais la formation d'un syndicat d'émission est la conséquence presque inévitable de la fondation simultanée. Les fondateurs, en effet, n'ont pas l'intention de garder en portefeuille toutes les actions qu'ils ont dû souscrire. De plus il s'agit très fréquemment de la transformation d'une société privée en société anonyme ; les fondateurs ont échangé contre des actions d'apport leurs brevets, usines ou contrats, mais, ne disposant pas d'argent liquide, ont dû s'adjoindre un ou plusieurs établissements financiers qui couvrent la majeure partie du capital et dont la plus grande hâte est de monnayer leurs immobilisations.

Il est vrai que chacun des fondateurs pourrait écouler individuellement ses actions sur le marché ; mais, souvent ingénieurs ou industriels, ils ignorent tout du milieu très spécial des capitaux ; puis, en jetant tous à la fois leurs paquets de titres à la Bourse, ils ne pourraient s'en défaire qu'à des conditions désavantageuses. S'il y a des financiers parmi eux, il est naturel qu'ils s'en remettent à leur expérience pour effectuer le placement. S'il n'y en a aucun, ils auront intérêt à s'en adjoindre un ou plusieurs, de sorte que la composition du syndicat ne sera pas nécessairement la même que celle de la société des fondateurs ; parfois même, la composition en sera, à une exception près, entièrement différente ; le banquier qui avait pris part à la constitution définitive avec d'autres fondateurs formera un syndicat composé uniquement de banquiers, et ce syndicat se chargera de placer dans le public les titres que lui aura

rétrocédés ferme ou à garantie le cercle des fondateurs. Mais que le syndicat soit formé de fondateurs groupés sous la direction d'un banquier ou de banquiers acquéreurs des titres des mains des fondateurs, son utilité se manifestera avec la même netteté.

La formation d'un syndicat ne présente qu'un seul inconvénient plus apparent que réel ; il rend plus complexe encore la situation juridique des fondateurs.

En effet, avant la constitution définitive de la société, ceux-ci sont déjà dans un rapport réciproque de société, soit qu'ils se réunissent en *Société d'étude*, soit qu'à défaut d'acte écrit ils forment une société civile *sui generis* dans le but de constituer la société (1). Maintenant, à ce premier lien, s'en est substitué, par la souscription du capital social, un deuxième plus fort ; les fondateurs sont devenus membres d'une même société par actions. Avec le syndicat d'émission, chaque fois que les fondateurs en feront partie, s'établira entre eux une troisième catégorie de rapports. Mais la pratique ne présente pas trace de difficultés nées de cet enchevêtrement de contrats.

B. — *Fondation successive*. — Ce second mode de constitution de société est, nous l'avons dit, devenu aujourd'hui beaucoup plus rare ; cependant, il se présente encore lors de la création de très vastes entreprises exigeant d'énormes capitaux, ou au contraire de petites affaires disposant d'apuis insuffisants.

(1) Cette association préalable des fondateurs (Gründerverein, Vorgründerverein), dont la nature a été surtout étudiée en Allemagne (Thöl, Handelsrecht, 1875 ; Cosack, III, p. 148. — Cf. aussi Thaller, *Trailé*, n° 504 ; Pic, *Trailé*, n°s 846 et 849), fait les recherches et les démarches, obtient la concession, rédige les statuts en s'y réservant certains avantages, etc.

Dans ces circonstances, il se formera au moins et on peut dire toujours, un syndicat de garantie qui s'engagera à souscrire les titres non placés dans le public ; ainsi l'intervention du syndicat constituera pour les fondateurs, ici comme en cas de fondation simultanée, une assurance contre les risques de non-réussite de la nouvelle société.

II. — **Augmentation du capital.**

L'intervention du syndicat est pratiquement devenue, en cas d'augmentations du capital, aussi fréquente qu'en cas de constitution de sociétés. Le plus souvent, le syndicat s'engagera à prendre les actions nouvelles sur lesquelles les anciens actionnaires auront négligé d'exercer leur droit de préférence ; ce stock d'actions pourra d'ailleurs être pris par le syndicat soit ferme (fondation simultanée) soit seulement à garantie (fondation successive). Mais, dans tous les cas, la société se trouvera à l'abri des risques d'échec de l'opération. Et même elle utilisera cette certitude de réussite à titre de publicité ; c'est un procédé bien connu des hommes d'affaires que d'insérer dans le prospectus la promesse faite par un groupe sérieux de lever le stock resté implacé ; de même que, comme nous l'avons déjà noté, le public entre plus volontiers dans une société dont la constitution est définitive que dans une société en formation, cet engagement du syndicat fait tomber ses hésitations.

Enfin, et c'est là un argument souvent déterminant, la société pourra se décharger sur le syndicat de certaines opérations qu'elle projetait d'accomplir ; par exemple, le capital obtenu au moyen des actions nouvelles devait être employé à absorber une autre société ; le rachat ou l'échange des actions sera confié aux soins du syndicat (1).

(1) Un arrêt du Reichsgericht nous en donne un exemple typique. L'assemblée de la D. Bank ayant résolu d'augmenter son capital

III. — Emission d'obligations et emprunts d'Etats.

L'émission des obligations et des fonds publics n'est pas différente de celle des actions ; elle se fait par les mêmes procédés et les syndicats y tiennent la même place.

S'agit-il d'un emprunt obligataire que lance une entreprise privée, le syndicat d'émission qu'elle forme la décharge des risques ; il peut avoir en outre sur le public l'effet psychique que nous avons signalé *supra* ; enfin, en faisant participer un grand nombre de personnes aux bénéfices de l'affaire, l'émetteur à la fois crée autour d'elle une atmosphère favorable à sa réussite, et bénéficie des efforts convergents des syndicaux. Aussi les établissements qui jouissent du crédit le plus solide n'hésitent-ils pas à former, lorsqu'ils émettent des obligations, des syndicats de prise ferme ou au moins de garantie, dont ils dissimulent d'ailleurs souvent l'existence ; nous citerons, entre autres, le Crédit Foncier. Seules à peu près les grandes Compagnies de chemins de fer se dispensent de cet intermédiaire et émettent leurs obligations par le système du robinet, qui suppose une confiance aveugle du public dans l'entreprise (1).

de 10 millions de marks signe avec un syndicat un contrat par lequel ce dernier s'oblige :

- 1° A souscrire les 10 millions.
- 2° A verser immédiatement $\frac{1}{4}$ de cette somme au taux de 190 o/o.
- 3° A offrir aux actionnaires de la D. R. Bank, qu'il fallait absorber, les actions nouvelles en échange de leurs actions.
- 4° A vendre à la D. Bank sur la demande de celle-ci et à un prix convenu les actions de la D. R. ainsi obtenues.
- 5° A placer aux meilleures conditions possibles les actions nouvelles que l'échange aurait laissées disponibles, à un cours minimum de 190 o/o (*Holdheim's Monatsschr.*, 13 avril 1907).

(1) On sait que depuis 1863 aucune des grandes Compagnies ne s'est procuré des ressources par une augmentation de son capital-actions. — Cf. Alf. Picard, *Traité des chemins de fer*, 1887, t. II, ch. X.

Aucune différence ne sépare ces émissions de celle des fonds publics, du moins quant à la forme. En effet, dans toutes les hypothèses d'emprunts d'Etats, que cherche l'emprunteur sinon encore à assurer la réussite de l'opération avec le minimum de frais ? Mais le gouvernement n'a pas une expérience suffisante du marché pour fixer à quel taux il peut émettre l'emprunt afin d'en tirer le meilleur parti ; de crainte d'un échec qui porterait atteinte au crédit de l'Etat, il l'émettrait peut-être à un taux inférieur à celui que le public serait disposé à accepter. Aussi a-t-il intérêt à recourir à un établissement de crédit qui se charge à forfait de l'opération ou en garantit la réussite. Et comme devant l'étendue du capital à couvrir et des risques, aucun établissement ne voudrait agir seul, la formation d'un syndicat s'impose.

Prenons quelques exemples parmi les émissions d'emprunts publics ; quelle que soit la méthode adoptée, le syndicat est à sa base :

A. — *Adjudication à un syndicat de banquiers.* — C'est là, nous l'avons vu, un des procédés les plus anciens, puisque nous l'avons rencontré dès le xvi^e siècle. Fréquemment usité sous la Restauration et Louis-Philippe, il est encore très en faveur aujourd'hui, et la plupart des Etats étrangers qui empruntent de nos jours sur le marché français y recourent : tel, pour citer un cas retentissant, l'Etat argentin pour son emprunt de 350 millions de francs de juillet 1911. De même, lorsque le gouvernement marocain voulut en 1904 contracter en France un emprunt gagé sur le produit des douanes des ports, les banques françaises confièrent à la Banque de Paris et des Pays-Bas le soin de traiter au nom du syndicat. Et dans le contrat conclu par elle, l'arti-

cle 24 déclarait : « Aux conditions ci-dessus, les banques contractantes de seconde part s'engagent à prendre ferme 62.500.000 fr. nominal du présent emprunt, soit 125.000 obligations de 500 francs au prix de 80 0/0, soit pour la somme totale de 50 millions. Cet engagement est pris par les banques de seconde part dans les proportions suivantes : Banque de Paris et des Pays-Bas 12.80 0/0 ; Comptoir d'Escompte 12.80 ; Société Générale 12.80 ; Société marseillaise 14.10 ; Crédit industriel et commercial 6.40 ; Banque française pour le commerce et l'industrie 9.60 ; Banque impériale ottomane 5.10 ; Crédit algérien 6.40 ; Banque J. Allard et Cie 9.60 ; Banque de l'Indo-Chine 6.40 ; Banque de l'Union parisienne 4 ; total 100 0/0 (1). »

Cependant, alors qu'autrefois les banquiers souscrivaient ferme les emprunts, ils forment plutôt, à l'heure actuelle, des syndicats de garantie. En tous cas, le concours du syndicat est dans ce système particulièrement efficace : en effet, le syndicat y est à la fois (2) *assureur*, puisqu'il décharge l'Etat de tous risques, et *escompteur*, en avançant immédiatement les fonds qu'il récupérera lui-même soit en ouvrant une souscription publique, soit en vendant peu à peu les titres en Bourse ou à ses propres guichets. Aussi les Etats dont le crédit n'est pas très bien établi, recourent-ils volontiers à ce mode d'emprunt qui, en revanche, est souvent onéreux.

B. — *Placement direct et continu. — Système du robinet.*
— C'est Léon Say qui inaugure en France ce système lors du premier emprunt de rente amortissable 3 0/0 en 1878.

(1) *Documents diplomatiques*, Affaires du Maroc, 1901-1905, n° 170.

(2) P. Leroy-Beaulieu, *Traité de la science des finances*, 8^e éd., 1912, t. II, p. 386.

En émettant les titres de rentes au fur et à mesure des besoins, sans souscription publique et par l'entremise des divers agents et caisses de l'Etat, il espérait précisément éviter l'intervention des syndicats qui prélèvent de grosses commissions, et classer directement les titres dans le public comme le font les Compagnies de chemins de fer.

Mais il reconnut vite lui-même combien ce projet était illusoire. Dès l'emprunt de 1878, le Trésor avait cédé aux grands établissements de crédit une quantité assez considérable de titres un peu au-dessous du cours d'émission ; et en 1881, devant l'indifférence du public non stimulé par les banques, l'Etat dut recourir à une émission publique qu'avait garantie un syndicat formé des principaux établissements financiers. La même aventure survint à la Ville de Paris, qui, ayant voulu, lors de l'emprunt dit de 1894-1896, recourir au même procédé, fut conduite par la lenteur des souscriptions du public à passer sous les Fourches Caudines des banques. Ce n'est donc pas encore là, du moins jusqu'ici, le moyen d'éviter les syndicats.

C. — *Emission publique à date fixe.* — Il semblerait que, par ce procédé, l'Etat emprunteur assez sûr de son crédit pour y recourir soit certain d'éviter l'intervention onéreuse des financiers. La réalité est pourtant sensiblement différente.

D'abord fréquemment, l'Etat louera les guichets des grands établissements de crédit pour y recevoir les souscriptions, en leur allouant en paiement une commission par titre placé. Ce procédé est employé le plus souvent pour les émissions de rentes françaises. Et pour prendre un exemple à l'étranger, nous citerons l'emprunt japonais de 12 millions de livres sterling émis en novembre 1904 aux

guichets des Hongkong and Shanghai Banking Corporation, Parr's Bank et Yokohama Specie Bank à Londres, et à New-York de la Maison Kuhn, Loeb et Cie, de la National City Bank et de la National Bank of Commerce, avec une commission de 2 0/0 pour les banques.

Mais même quand l'Etat emploie ses propres guichets, le concours des établissements financiers lui est indispensable. En premier lieu, ce sont eux qui contribuent pour la plus grande part au succès de l'émission : ils consacrent à la souscription leurs ressources concentrées, qu'ils réunissent aux souscriptions de leur clientèle, et parviennent à se faire attribuer une grande quantité de titres malgré la réduction proportionnelle. Ainsi l'emprunt de 300 millions d'obligations 500 francs 4 0/0 des Chemins de fer de l'Ouest-Etat émises le 23 mars 1912 ne pouvait être souscrit qu'aux caisses publiques, caisse centrale du Trésor, percepteurs de Paris et de la Seine, trésoriers généraux et receveurs des finances, Banque de France, Banque d'Algérie, Caisse des dépôts et consignations et aux principales gares du réseau de l'Etat. Néanmoins, les résultats montrent nettement que les établissements de crédit se sont en quelque sorte syndiqués pour devenir, en forçant leurs demandes, maîtres du marché et écouler ensuite avec prime les titres acquis au-delà de leurs besoins. 105.000 personnes, en effet, avaient souscrit 19.600.000 obligations et fait un versement de garantie de 1.959 millions ; sur cette somme, 1.150 millions, soit près de 60 0/0, avaient été versés par trois établissements de crédit et les souscriptions recueillies dans les gares ne portaient que sur 43.000 obligations. Un autre exemple plus ancien n'est pas moins probant : l'emprunt de 869 millions émis à 92.55 au début de 1891 fut couvert 17 fois. Mais la Banque de France avait, dans les quatre jours pré-

cédant l'émission, escompté 674 millions de lettres de change, et avancé 1.081 millions sur nantissement. Et sur 28 millions de rente offerts au public, on a calculé que 110 souscripteurs avaient, à eux seuls, reçu 20 millions $1/2$, que 5 millions $1/2$ se trouvaient acquis par de petits spéculateurs, et que deux millions de rente seulement pouvaient être considérés comme classés entre les mains de 255.000 souscripteurs (1).

Au reste, voici qui montre mieux que tout étalage de chiffres combien l'analogie est grande entre le mécanisme des émissions par souscription publique et par négociation en banque. C'est le détail des plus récents emprunts de la Ville de Paris émis, eux aussi, par souscription publique.

Le 15 octobre 1910, la Ville émet une tranche de 236 millions de son grand emprunt de 900 millions. Cet emprunt obtint auprès du public un grand succès et fut couvert plusieurs fois ; mais ce que le public ignorait, c'est qu'une grande partie de l'emprunt était souscrite dès la veille de l'émission. La Ville s'était, en effet, adressée à certains établissements de crédit et à certaines banques privilégiées et leur avait proposé de lui fournir une *souscription de garantie* ; la veille de l'émission, la société choisie devait apporter à la Ville une souscription de... obligations, qui ne pouvait être réduite lors de la souscription au-dessous de la moitié du nombre des titres garantis. De sorte que la moitié des titres ainsi garantis se trouvait, dès cette date, souscrite ferme. La société touchait une commission de 5 francs par titre pour le montant total des titres garantis par elle. Pour une souscription de garantie de 10.000 titres, la société garante était donc certaine de se voir attribuer au moins 5.000 titres et une commission de 50.000 francs. Et

(1) Arth. Raffalovitch, *Le marché financier en 1891*, Paris, 1892, p. 26.

ceci ne concerne que la souscription personnelle de la banque ; elle pouvait, de plus, apporter pour le compte de sa clientèle, le jour de l'émission, une souscription réductible sans limitation, mais qui lui valait encore un avantage appréciable ; car si le nombre total des titres attribués après la réduction à la société surpassait le nombre des obligations garanties par elle (nous avons supposé 10.000), elle recevait encore une commission supplémentaire de 3 francs par titre en sus (1).

Lorsqu'en 1911 la Ville émit une deuxième fraction de 205 millions sur le même emprunt, elle recourut aux mêmes auxiliaires ; toutefois, en raison du succès remporté par l'émission précédente, les conditions faites aux établissements de crédit leur furent moins avantageuses. La souscription de garantie pouvait être réduite des $\frac{2}{3}$ au lieu de la moitié, et la commission était, non plus de 5 francs, mais de 4 francs ; quant à la commission supplémentaire, elle était restreinte à 2 fr. 50. Certaine de la réussite de l'opération, la Ville sentait moins le besoin qu'une partie de l'emprunt soit souscrite dès la veille ; en revanche, désireuse de multiplier les lieux où le public pût souscrire, elle accordait une commission de 2 francs par formule de souscription utilisée aux banques qui, sans se porter garantes, mettaient leurs guichets à sa disposition le jour de l'émission.

On ne peut dire qu'il y ait eu là, à proprement parler, formation d'un syndicat, car un syndicat suppose une entente des syndicataires entre eux sous une gérance commune distincte de l'emprunteur ; ici, le préfet de la Seine s'adressait à chacun des établissements de crédit séparé-

(1) Cf. annexe, sect. I.

ment, et ceux-ci ne s'engageaient qu'envers la Ville sans rapports réciproques ; de plus, il n'y avait pas de bénéfice syndical à répartir entre les syndicaux. Mais la communauté du but à atteindre et l'égalité des conditions faites à chacune des sociétés garantes rendaient la convention très voisine du contrat syndical.

On peut penser que les émissions de rentes se font à des conditions très voisines et qu'il y a également dans ce cas, formation d'un syndicat, ou du moins engagement simultané de garantie pris par les établissements de crédit moyennant certains avantages et analogue au contrat d'un *derwriting* usité en Angleterre.

IV. — Conversions.

La dernière situation où nous rencontrons l'intervention des syndicats est celle de la conversion d'un emprunt pour en réduire le taux d'intérêt.

S'il s'agit de la conversion d'un emprunt municipal de peu d'importance placé en majeure partie dans la ville même, celle-ci pourra opérer la conversion à ses propres guichets, ou plutôt s'adressera à une banque qui n'aura pas besoin de former de syndicat ; mais dès que l'emprunt déborde ce cadre, l'opération n'est jamais entreprise sans la garantie d'un syndicat qui sera chargé d'échanger les titres anciens contre les nouveaux et d'absorber ceux qui ne pourront être échangés. Le bénéfice du syndicat consistera généralement en une commission à forfait pour chaque titre échangé et en la cession à un prix avantageux des titres im placés. C'est ainsi que, pour prendre l'une des plus récentes conversions, lorsque l'Etat italien convertit par la loi du 29 juin 1906, toute sa dette 5 0/0 (déjà réduite à 4 0/0 par un impôt de 20 0/0 sur les arrérages) en une dette de

3 1/2 net d'impôts, il était soutenu par un consortium français dirigé par la maison Rothschild de Paris, et un consortium étranger présidé par M. Sringher ; ces consortiums tenaient à sa disposition une somme de 1.100 millions, à laquelle d'ailleurs il n'eut pas à recourir.

SECTION II. — Création et fonctionnement des syndicats d'émission.

SOMMAIRE. — I. Les pourparlers ; la société et le banquier émetteur.

— II. La formation du syndicat ; syndicat de garantie et syndicat de placement ; l'acte syndical. — III. Le fonctionnement du syndicat ; le placement ; les interventions en Bourse ; la commission de placement ; abus et précautions à prendre. — IV. La liquidation du syndicat ; syndicats à la parisienne et à la lyonnaise.

En présence de la multiplicité des hypothèses où interviennent les syndicats d'émission, exposer leur création et leur fonctionnement, c'est, on s'en rend compte, voir en somme comment aujourd'hui se lance une affaire. La matière est très vaste et l'étude en est rendue plus difficile encore par la quasi-impossibilité de formuler des règles générales ; car chaque opération se présente dans des conditions différentes, chaque banquier qui crée des syndicats possède une méthode à lui personnelle, et toute procédure financière est essentiellement opportuniste. Aussi ne tentons-nous ici qu'une esquisse, nécessaire pour donner une idée du rôle des syndicats, mais dont nous aurons plus loin à reprendre les traits.

I. — Le premier soin de la société [ce peut être aussi bien les fondateurs d'une société qu'une société déjà constituée, ou un Etat qui emprunte (1)] sera de se mettre en quête de

(1) Les Allemands emploient le terme à la fois expressif et concis

l'établissement financier qui soutiendra l'opération projetée. Car devant l'étendue des capitaux nécessaires et les occasions de placement qui sollicitent de tous côtés l'argent disponible, le concours des banquiers, à la fois conseillers du public et marchands de titres, est nécessaire tant qu'il faut faire appel à l'épargne.

De là des négociations complexes auxquelles interviennent des intermédiaires plus ou moins nombreux. Parfois ceux-ci se groupent en un *syndicat d'apporteurs* (1), parfois l'affaire est transmise de mains en mains par des financiers qui prélèvent chacun une commission. Les modalités sont innombrables et leur examen ne serait d'aucun profit. Notons seulement que les Etats qui émettent des emprunts à l'étranger ont tendance à traiter toujours directement dans le même pays avec le même établissement ; ainsi les emprunts autrichiens n'ont jamais été présentés sur le marché parisien que sous les auspices des Rothschild, grâce aux liens qui rattachent ceux-ci à la finance viennoise ; il en a été de même des emprunts japonais, et jusqu'en 1890 des emprunts russes. La Banque de Paris et des Pays-Bas a, entre autres, le quasi-monopole des emprunts bulgares. En Angleterre, la maison Gibbs de Londres a la main dans toutes les affaires mexicaines, et les Baring étaient maîtres des emprunts de l'Argentine et de l'Uruguay, ce qui ne leur réussit guère, comme on le sait.

Du côté du banquier, à quelles conditions acceptera-t-il de lancer l'affaire ?

de Geldnehmer pour lequel nous n'avons malheureusement aucun équivalent.

(1) Lysis, *Contre l'oligarchie financière en France*, 11^e édit., 1911, p. 18 ; Testis, dans *La vérité sur les propos de Lysis*, déclare qu'il en est très rarement ainsi, pp. 115 et 117.

Nous remarquerons d'abord qu'il se chargera plus volontiers de transformer en société par actions une entreprise privée que de créer de toutes pièces une entreprise nouvelle. L'opération offre moins de dangers et est le plus souvent fructueuse ; car, « il y a un écart notable entre, d'une part la somme suffisant à rémunérer et surtout rémunérant d'une façon courante les entreprises privées, et de l'autre la somme suffisant à rémunérer et rémunérant d'une façon courante l'épargne disponible pour un placement sous forme de valeurs » (1). Tel qui exigera 6 0/0 de son capital engagé dans l'entreprise qu'il a achetée, se contentera de 5 0/0 de dividende sur les actions qu'il possède.

Cependant il est un cas, semble-t-il, où nos plus grands établissements de crédit n'hésitent pas à soutenir une nouvelle société. C'est quand il s'agit de fonder un crédit foncier, une banque puissante, ou une compagnie de transports à l'étranger, principalement dans l'Amérique du Sud ; l'énormité des bénéfices fait négliger les risques à courir. Il faut reconnaître d'ailleurs que dans ce cas ils se livrent en général à une enquête très sérieuse sur les ressources du pays emprunteur et les chances de réussite de l'entreprise ; souvent la Banque de Paris et des Pays-Bas, qui traite les plus grosses de ces affaires, ne se contente pas de rapports d'ingénieurs, mais envoie un de ses directeurs sur place.

On ne saurait pourtant assez souhaiter que l'enquête soit la plus soigneuse possible en présence du retentissement considérable qu'ont sur l'épargne publique les entreprises patronnées par les établissements de crédit ; l'émission en juin 1911 des 300.000 actions de 500 francs de l'American Telephone and Telegraph, qui fut, le lendemain même de

(1) A. Sayous, *op. cit.*, p. 164.

leur apparition sur le marché, suivie de l'annonce d'une nouvelle émission de 250 millions, a montré à la Banque de Paris elle-même qu'elle ne saurait procéder avec trop de prudence dans ses introductions (1).

A côté de la valeur intrinsèque de l'affaire, le banquier examinera la possibilité de la lancer. Il ne suffit pas que l'emprunteur soit solvable, encore faut-il que le public, qui se méfie de lui par suite d'une banqueroute antérieure ou pour toute autre raison, ou tout simplement parce qu'aucune valeur semblable n'existe sur la place, puisse être persuadé de sa solvabilité. Les capitaux sont moutons de Panurge, et les banquiers ne se sentent jamais aussi sûrs du succès que quand ils émettent des valeurs analogues à celles déjà lancées. Puis l'état du marché ne permettra pas toujours l'introduction de nouveaux titres ; peut-être serait-il difficile de classer actuellement les valeurs dans le portefeuille des capitalistes et ne seraient-elles souscrites que par des spéculateurs désireux de toucher une prime. C'est ici que l'expérience professionnelle du banquier jouera un rôle important.

Ces pourparlers sont ordinairement engagés entre l'emprunteur et un seul établissement financier ; et il en est de même du contrat qui les termine et qui sera contenu dans un acte notarié ou de simples lettres missives. Ce sera à cet établissement qu'il incombera de former ensuite un syndicat s'il le juge nécessaire. Parfois pourtant, s'il s'a-

(1) Cf. dans « *Le Pour et le Contre* » du 25 juin 1911, l'article sur l'introduction des valeurs américaines à Paris ; de même la Saint Louis San Francisco Railroad Cy se mettait en liquidation en mai 1913, moins d'un mois après avoir émis 15 millions d'obligations sur la Bourse de Paris.

git d'un grand emprunt public, le gouvernement étranger désire traiter directement avec un consortium de grosses banques.

Le contrat règlera toutes les questions concernant l'emprunteur, principalement lorsqu'il s'agit d'obligations, à quel taux il cède les titres et par conséquent la somme globale qu'il touchera (pour les actions, le banquier les prend souvent au pair), et à quelle date, le mode et le lieu d'encaissement des coupons ; le mode de remboursement ; à qui incomberont les dépenses d'impression et de timbrage des titres, de publicité et généralement tous les frais d'émission ; les garanties (hypothèques, contrôle des douanes, droit de ports, etc.), etc.. Souvent aux époques troublées il contiendra également la *clause de guerre* déliant le banquier ou le syndicat de tout engagement si l'un des Etats que concerne le placement est touché directement ou indirectement par une guerre ; ou même une clause plus générale de rupture en cas où l'une des valeurs qui sont le baromètre du marché où l'on veut opérer le placement (rentes, consolidés) tomberait au-dessous d'un certain cours. Enfin on y pourra désigner un représentant des obligataires (1) ou prévoir la formation d'une société civile d'obligataires. Il dira enfin si l'émetteur se charge de tout l'emprunt ou s'il n'en prend ferme qu'une partie, se réservant une option sur le reste. Dans ce cas l'acte déterminera si le cours d'option sera le même que le cours de prise ferme

(1) Cf. par exemple le contrat très détaillé de l'emprunt marocain 1904 dans le Livre jaune : *Documents diplomatiques*, Affaires du Maroc, 1901-1905, n° 170. — Cf. aussi le texte de l'emprunt marocain 1910, tirage à part ; le contrat passé par la Deutsche Bank en 1902 relativement au chemin de fer de Bagdad, dans A. Chéradame, *Le Chemin de fer de Bagdad*, Paris, 1903.

ou s'il sera plus élevé en raison de la diminution des risques.

II. — Dans le cas où l'établissement qui a pris l'affaire la juge trop lourde pour ses forces, il s'adresse aux financiers de son groupe et forme avec leur aide un syndicat ; de même dans l'hypothèse où l'Etat emprunteur, a, comme nous l'avons vu, voulu traiter directement avec plusieurs établissements, ceux-ci se groupent en un syndicat où ils font parfois entrer d'autres banques.

S'agit-il même d'un placement très considérable, il se forme souvent deux syndicats superposés. En premier lieu un *syndicat de garantie* composé de grands établissements et de très riches financiers. On y fera entrer également les membres du conseil d'administration des principaux établissements adhérents, les journalistes dont on veut récompenser les appréciations bienveillantes, les différents intermédiaires qui ont permis la conclusion de l'affaire, quelques clients favorisés, souvent aussi des gens qui n'ont d'autres titres à y participer que leurs relations d'amitié avec l'émetteur. Les participations donnent ainsi aux banques le moyen de rémunérer sans frais toute une série de concours plus ou moins indirects. Ce syndicat de garantie, auquel la banque qui l'a formé a cédé les titres en se réservant un bénéfice, les cède à son tour à un second syndicat à un taux plus élevé, et la différence de prix constitue la rémunération du risque, souvent très minime, par lui couru.

Le second syndicat au contraire, le syndicat de placement, sera composé de banquiers disposant de guichets et a pour but de faciliter le classement des titres en les introduisant dans la clientèle du plus grand nombre possible d'établissements. Lui seul constitue véritablement un syndicat d'é-

mission. Le bénéfice des syndicataires y consiste dans la différence entre le taux auquel ils ont pris l'emprunt et celui auquel ils réussissent à le placer dans le public.

Mais il faut se garder de poser ce système en méthode générale. Si la banque de l'Union parisienne y recourut par exemple pour lancer, en juillet 1911, l'emprunt argentin de 350 millions or 4 0/0, souvent aussi il ne se forme qu'un *syndicat de placement*. Telle sera la situation par exemple en cas de constitution de société où, la société des fondateurs jouant elle-même ordinairement le rôle de syndicat de garantie, il ne s'agit plus que d'introduire les titres sur le marché. Dans le syndicat de placement on aura pu également distribuer des participations à des particuliers non placeurs en rétribution de certains services ; ils viendront alors au partage des bénéfices, mais ne toucheront pas la commission de placement. Enfin le syndicat de placement peut à son tour se présenter sous la forme de *prise ferme* ou de simple *garantie*.

Quelle que soit la modalité employée, le syndicat sera en général formé de la manière suivante :

La banque ou l'établissement de crédit qui en prend l'initiative rédige un *acte syndical* qu'il adresse, accompagné d'une lettre explicative, aux banques avec qui il est en relations d'affaires. S'il s'agit même d'un syndicat de garantie de la première forme, l'acte syndical qui n'a plus à contenir les conditions relatives au placement, est des plus sommaires. En tous cas il contient toujours quelques clauses principales :

1° D'abord l'indication de l'objet et de l'étendue de l'opération, et la mention du droit d'option souvent réservé au syndicat sur une autre part de l'emprunt ;

2° Quelle sera la gérance, l'étendue de ses pouvoirs et sa

rémunération ; celle-ci sera perçue sous forme d'un tant pour cent soit sur les bénéfices syndicaux, soit « sur le plus fort côté du compte » (1). Elle sera en général de 10 0,0.

3° La date de liquidation du syndicat (2), le mode et le taux de répartition des pertes en cas d'échec, c'est-à-dire les conditions et le prix d'application du non placé ;

4° Enfin, la détermination du bénéfice syndical, et par suite le prix auquel le syndicat prend les titres, et celui auquel il les cédera ou placera.

Comment sera fixé le *prix d'acquisition* ? Nous avons vu que cela dépendait avant tout des différents intermédiaires qui se transmettent l'affaire et prélèvent chacun une commission sur elle.

Mais la fixation du *cours d'émission* est la plus importante, car c'est de ce cours que dépendra souvent la réussite ou l'échec du placement. Les éléments de cette fixation sont nombreux et délicats, et la mission du gérant du syndicat chargé de les peser mettra en jeu toutes ses capacités professionnelles.

S'agit-il d'introduire sur le marché un fonds d'Etat étranger qui se traite déjà sur d'autres Bourses, on calculera le taux d'émission d'après le cours des places où il est possible

(1) Le gérant qui tient les comptes du syndicat porte au débit le prix de prise ferme des titres et le prix d'acquisition des titres qu'il a fallu racheter, au crédit le prix de placement. Si sa rémunération est fixée d'après le plus fort côté du compte, il la perçoit donc même en cas d'échec du placement.

(2) En raison de la situation politique incertaine, la plupart des actes syndicaux actuels contiennent en outre, comme le contrat passé avec la société émettrice, cette clause : « Dans le cas où une guerre, une révolution ou tout autre événement politique important viendrait aggraver la situation actuelle du marché avant la date fixée pour l'émission, l'exécution du présent engagement serait ajournée. »

de se procurer les titres similaires, en tenant compte des différences de change ; faut-il « créer un marché » à un nouveau papier, on se réglera sur la cote des titres de même nature (1). En tous cas, les obligations et les rentes seront émises au-dessous du pair pour ménager une prime de remboursement.

Pour les actions, qui ne peuvent être émises au-dessous du pair, le cours d'émission laisse en général au syndicat une assez forte prime. Car ou elles s'adressent à des spéculateurs qui ne craindront pas de les payer à un taux élevé puisqu'ils espèrent les revendre à meilleur compte, ou, et c'est ce que l'émetteur cherchera, elles seront souscrites par des capitalistes pour lesquels il est impossible d'apprécier la rentabilité exacte d'une entreprise industrielle, même en la comparant à des affaires semblables ; de sorte que peu leur importe un cours de placement un peu plus élevé si de précédentes émissions ont conquis à la banque émettrice une bonne renommée (2). En cas d'augmentation de capital, le cours des actions nouvelles sera déterminé par celui des actions anciennes et fixé à un taux un peu inférieur afin d'attirer les souscripteurs.

Ajoutez que le gérant du syndicat a, quelque titre qu'il s'agisse de placer, à tenir compte de la situation politique intérieure et internationale d'une part, et de l'état du marché financier de l'autre. De précédentes émissions n'ont-

(1) Exemple d'application de cet élément d'analogie : lorsqu'en juillet 1912 la Compagnie des Chemins de fer du Nord-Est de l'Oural émit par l'intermédiaire du Crédit français des obligations à Paris, le cours d'émission fut fixé à 494 fr. 50, cours approximatif des obligations analogues des Chemins de fer du Nord-Ouest de l'Oural que la Banque de Paris et des Pays-Bas plaçait depuis le 1^{er} juin.

(2) W. Lotz, *Die Technik des deutschen Emissionswesens*, Leipzig, 1890.

elles pas épuisé le pouvoir d'absorption du marché ? Puis l'argent n'est-il pas trop cher ? Car d'une part, s'il s'agit d'un gros emprunt, le syndicat devra faire l'avance des fonds à l'Etat emprunteur et il n'est pas indifférent de se les procurer à 2 1/2 ou à 3 0/0 ; de l'autre il peut être dangereux de placer du papier, même excellent, si à la même époque les reports fournissent un intérêt supérieur à celui que donnent les nouveaux titres.

Enfin, souvent le rôle du banquier n'est pas seulement de tirer parti des circonstances, mais d'agir sur elles et même de les façonner à son gré. Le cours d'introduction de la nouvelle valeur est déterminé, nous l'avons dit, à la fois par la tendance générale de la cote et par le cours actuel des valeurs analogues déjà traitées. Sur le premier élément le banquier n'aura souvent que peu d'influence, mais il interviendra avec efficacité sur le second : c'est la *préparation du marché*. Le banquier qui lance l'affaire et, s'il s'agit d'un emprunt public considérable, le syndicat des établissements de crédit qui l'a pris à sa charge, feront monter les cours de la « valeur-étalon », si l'on peut dire, par des rachats successifs, et le taux d'émission sera de quelques francs inférieur au cours ainsi atteint, afin de stimuler les souscriptions (1). Cette intervention est particulièrement utile en cas de conversion d'un fonds d'Etat afin d'empêcher la baisse qui suivrait l'annonce de l'opération et en compromettrait la réussite. Mais elle se produit également dans les émissions de rentes françaises, dans la plupart des emprunts, et aussi chaque fois qu'une société augmente son capital ; dans cette dernière situation, la majoration du cours des actions anciennes permettra de placer

(1) Cf. Juglar, L'intervention du Trésor et des syndicats dans les émissions d'emprunts. *Econ. franç.*, 16 mai 1891.

les actions nouvelles avec une forte prime au bénéfice des actionnaires ou de la société (1).

On voit combien la détermination du *bénéfice syndical* est complexe, combien il est lui-même incertain et variable. Lysis (2) déclare que le syndicat d'apporteurs prélève en général 5 0/0 du produit de l'émission ; que le syndicat de garantie touche aussi 5 0/0 ; que le profit des banques est donc en réalité de 10 0/0. Il faut prendre ces chiffres largement. Ainsi, lorsqu'en décembre 1904 la Société Générale émit 40.000 obligations des Sucreries et Raffineries d'Egypte, elle avait pris, d'après les constatations officielles des experts, à 452.30 les titres qu'elle émit à 490 francs, et gardait par conséquent un bénéfice de 7.54 0/0. L'emprunt marocain 1904 fut pris par le consortium des banques françaises à 80 0/0 et émis le 20 juillet 1904 à 462.50, soit à 92.50 0/0. Et si cette proportion correspond parfois à la réalité, on ne peut lui attribuer qu'une valeur d'approximation relative. Les occasions sont multiples où, pour rester en relations futures avec l'emprunteur, pour obtenir une provision plus forte pour le service des coupons ou pour d'autres raisons, les syndicats se contentent d'un bénéfice moindre ; et les financiers connaissent bien des circonstances où des syndicats, profitant d'une situation de place particulièrement favorable, ont prélevé la part du lion.

On conçoit que dans ces conditions l'acte syndical envoyé aux syndicataires ne puisse souvent fixer le cours d'émission que d'une manière éventuelle : « Le taux de réalisation est envisagé aux environs de... »

(1) L'Union Générale en 1881 voulait prélever sur la prime d'émission obtenue en lançant 100.000 actions nouvelles à des cours majorés les 75 millions nécessaires pour libérer intégralement ses 200.000 actions anciennes. Elle sombra au cours de l'opération.

(2) Lysis, *op. cit.*, p. 19.

Aussi le banquier, lorsqu'il reçoit cet envoi, a-t-il à l'examiner soigneusement. Il est vrai qu'il lui est souvent difficile d'obtenir plus d'un seul son de cloche ; l'étude de l'affaire en elle-même entraînerait des dépenses et des pertes de temps. Le chef du syndicat joint à l'acte une notice explicative et généralement une *épreuve confidentielle du prospectus* avant la publication légale, et ces précisions peu impartiales doivent pourtant suffire à renseigner le banquier. En fait il n'examine guère que deux points : 1° quel est le crédit du gérant et de son groupe ; 2° la nature du titre proposé conviendra-t-elle à sa clientèle ?

D'ailleurs, si le banquier hésite à se charger d'une part syndicale entière qu'il trouve trop lourde, rien ne l'empêche d'en rétrocéder une fraction à un tiers, ou même de former à son tour un *sous-syndicat*, qui le déchargera de tout risque tout en n'entrant pas en rapports directs avec le syndicat principal.

Si le banquier se décide à adhérer au syndicat, il retourne au gérant l'acte syndical revêtu de sa signature et de l'indication du montant de sa participation (2). Il devra généralement y joindre un premier *versement* et s'engager à

(1) Pourtant les banquiers gérants de fortunes, c'est-à-dire ces maisons, nombreuses dans les grands marchés de l'argent, qui représentent les patrimoines de gros capitalistes groupés sous une raison sociale afin de participer aux principales opérations financières, soumettront souvent l'affaire à une critique plus sévère ; ils devront toujours prévoir le cas où tout le papier leur resterait pour compte et n'accepter la participation que si les titres étaient en pareille occurrence susceptibles d'assurer un revenu sérieux au capital immobilisé.

(2) M. Hausser (Les syndicats de placement de titres, *France économ. et financ.*, 1911, n° 46) qualifie cette participation de « participation de garantie de prise ferme ». Nous verrons dans notre seconde partie qu'il ne faut pas assimiler la garantie et la prise ferme.

compléter la somme aux dates fixées dans le contrat. Ces versements serviront d'abord de garantie au gérant ; puis ils lui permettront de faire à l'emprunteur l'avance des fonds de l'émission, ou plus souvent de couvrir les frais du budget de publicité ; en cas de constitution de société, ils formeront le premier quart à libérer sur les actions nouvelles. Parfois d'ailleurs le gérant n'exigera aucun versement.

Une fois les actes syndicaux revenus entre les mains du chef du syndicat, ce dernier, certain d'avoir derrière lui un groupe pour le soutenir, procède à l'introduction des titres sur le marché.

III. — Les mesures à prendre pour *introduire les titres* incombent à la banque ou au Comité chargé de la gérance du syndicat. Parfois pourtant les décisions les plus importantes seront réservées à l'assemblée des syndicataires ; ceci dans les syndicats très fermés entre grosses banques.

Il faut d'abord remplir la formalité imposée par la loi du 30 janvier 1907, article 3, à savoir l'insertion d'une *notice* détaillée dans le journal dénommé, par le décret du 3 février 1912, le *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières* ; l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché en France d'actions ou d'obligations de sociétés, mais non de fonds publics, sont assujetties à cette publication préalablement à toute mesure de publicité. Prospectus, articles de journaux, rapports d'ingénieurs, affiches, etc..., la publicité impose aux émetteurs un gros budget de presse et mériterait à elle seule une longue étude dont la place n'est pas ici.

Nous n'insisterons pas davantage sur l'admission à la cote et sur le choix entre l'introduction au parquet officiel

ou au marché libre (1) ; nous noterons seulement que, pour mettre fin à certaines pratiques ambiguës de nature à tromper le public, l'article 10 du projet de loi sur les émissions déposé par le gouvernement à la Chambre des députés le 6 novembre 1912, déclare que « en aucun cas il ne peut être fait mention dans les affiches, prospectus et autres écrits que l'admission à la cote des titres à émettre, à exposer, à mettre en vente ou à introduire sur le marché en France, est ou sera demandée dans une Bourse française ».

Comment se fait le placement et quel rôle le syndicat y joue-t-il ?

Un mode fréquent de placement, au moins pour les fonds d'Etat et les obligations, est *l'émission publique à date fixe*. Dans ce cas le prospectus indiquera à quels guichets les souscriptions seront reçues au jour dit. On pourrait y désigner les guichets de quelques-uns ou de tous les syndicataires. Mais souvent on louera ceux d'un établissement particulièrement bien coté et dont le seul nom produira sur le public une favorable impression, quoiqu'il soit en fait totalement étranger à l'opération (2). Et à côté de lui, on indiquera que « les souscriptions peuvent être également transmises par l'intermédiaire de tous agents de change, banquiers et établissements de crédit ». Par conséquent, quoique la gérance du syndicat ait été exclusivement réservée à l'un de ses membres, en général, celui qui l'a formé, tous les syndicataires contribuent au placement soit directement en ouvrant leurs guichets aux souscripteurs, soit

(1) Cf. R. Aubry, *L'admission à la cote des valeurs étrangères*, th. Paris, 1912 ; R. Ribière, *De l'admission à la cote dans les Bourses françaises de valeurs*, th. Paris, 1913.

(2) « Ces écrits, dit encore l'article 10 du projet de 1912, ne peuvent indiquer que les souscriptions seront reçues par un tiers sans une autorisation expresse de celui-ci ».

indirectement en orientant leur clientèle vers la valeur à émettre, et toucheront la commission de placement pour chaque titre réalisé.

S'il s'agit d'une opération moins importante ou si l'on veut éviter que les spéculateurs ne se jettent sur la valeur pour la revendre aussitôt avec prime, les titres seront écoulés peu à peu aux *guichets* du gérant du syndicat ou des principaux syndicataires ou par leurs démarcheurs, dans la clientèle préalablement travaillée par la publicité (1). Souvent on combinera ce système avec la *négociation progressive en Bourse* d'une certaine quantité de titres sous la direction du banquier chef. D'autres fois l'introduction en Bourse sera seule utilisée ; on conçoit alors que l'acte syndical ne puisse fixer un cours de placement déterminé, mais tout au plus un cours minimum, ou celui auquel seront proposés les titres le jour de leur apparition sur le marché.

Dans ces deux dernières situations le placement ne se fait que lentement, au fur et à mesure des ventes. L'émetteur commence par acheter ses propres valeurs pour entraîner un mouvement de hausse ; puis quand l'élan est imprimé et que les demandes de titres se font nombreuses, il surveille étroitement la cote pour empêcher tout arrêt et « ravale » tous les titres offerts sur le marché ; l'acte syndical fixe toujours le maximum des rachats qu'il peut effectuer, généralement, 10 à 20 0/0 des titres déjà réalisés. Ainsi les premiers cours cotés sont purement fictifs, quelle

(1) Cf. Manchez, Bulletin financier du *Temps*, 5 novembre 1900 ; A. Neymarck, Comment se fait une émission. *R. S.*, 1887, p. 601 s. En réalité c'est par ce procédé de *placement direct sans intermédiaire* que les établissements de crédit écoulent la plupart des titres qu'ils patronnent. La souscription publique à date fixe qu'ils ouvrent souvent n'est que de pure forme, car, ayant déjà recueilli dans la clientèle dont ils ont la confiance toutes les adhésions nécessaires, ils déclarent aussitôt la souscription close.

que soit la valeur de l'entreprise lancée ; et les suivants, loin de correspondre exactement aux données théoriques de la loi de l'offre et de la demande, présentent toujours, grâce aux *interventions*, une certaine part d'arbitraire. Les procès financiers ont même souvent révélé des cotations purement artificielles.

D'ailleurs, même en cas d'émission publique à jour fixe, le rôle du syndicat et du banquier chef n'est pas achevé par le fait qu'à cette date tous les titres ont été souscrits. Deux dangers sont à éviter qui peuvent provenir soit du public, soit des syndicataires eux-mêmes.

A. — Parmi les souscripteurs, il se trouvera sans doute bon nombre de spéculateurs qui rejetteront sur le marché leur paquet de titres, dès que la prime à percevoir sera appréciable ; les cours s'effondreront si le syndicat n'intervient pas. Pour se dispenser d'effectuer des rachats onéreux, les banques allemandes stipulent fréquemment que les souscripteurs s'engageant lors de l'émission à ne pas vendre leurs titres pendant quelques mois ou une année et à les laisser timbrer d'une estampille spéciale destinée à les identifier seront servis les premiers (1) ; mais ce *bloquage des titres* dans les mains des souscripteurs (*Sperrstücke*) semble ignoré en France.

B. — Ce que redoutent les banques françaises, ce sont plutôt les manœuvres de certains syndicataires qui faussent le mécanisme des émissions syndicales au point qu'on a souvent parlé de « sabotage du placement » (2).

La différence entre le prix auquel le syndicat reçoit les

(1) D. Riesser, *Die deutschen Grossbanken und ihre Konzentration*, 3^e édit. Iéna, 1910, p. 273 *in fine*.

(2) Cf. les intéressantes études parues dans l'*Economie nationale*, 1911, n^{os} 11 et 17, et 1912, n^{os} 36 et 38.

titres et celui auquel il les place n'est pas intégralement répartie entre les syndicataires à titre de bénéfice syndical ; il faut en déduire les divers frais et la *commission de placement* attribuée aux banquiers placeurs ; c'est le trafic de cette commission qui est funeste.

La mission des syndicataires devrait être de classer les titres, c'est-à-dire de leur trouver des acquéreurs sérieux ; mais beaucoup de banquiers, craignant que le syndicat ne laisse un non placé dont ils devraient lever une part, n'hésitent pas à renoncer à la plus grande partie de leur commission, et à offrir la valeur au-dessous des cours officiels de placement ; ils la proposent à des intermédiaires, coulissiers, démarcheurs, banquiers de province, voire même à des particuliers, soit verbalement en Bourse sous le manteau, soit par écrit, dans des « listes de valeurs à commission », où ils indiquent la commission offerte et le délai pendant lequel la valeur ne doit pas réapparaître sur le marché (délai de retour : trois mois cotation, par exemple). Ce qui offre de multiples inconvénients ; d'abord il se produit une surenchère progressive de la commission qui rend très difficile la tâche du banquier consciencieux ; puis le titre est déprécié, car une valeur est d'autant moins estimée que la commission offerte pour le placement est plus élevée ; enfin les titres ne sont pas classés et finissent un jour ou l'autre par retomber sur le marché.

Pour éviter ces abus, les banquiers qui forment des syndicats ont eu recours à plusieurs mesures :

1° Une clause de l'acte syndical dira que « si les titres placés par le syndicat revenaient sur le marché pendant le placement et pendant les trois mois qui suivent, par exemple, le gérant aurait le droit de réclamer la commission de placement aux banquiers qui auraient placé les titres. »

A cet effet la gérance tiendra un compte exact des numéros des titres délivrés à chaque associé.

2° Parfois même la révocation de la commission se compliquera du rachat aux frais du syndicataire négligent : « Si les titres placés par l'un des syndicataires revenaient sur le marché, en Bourse ou hors Bourse, pendant les six mois qui suivront la date de leur livraison (ou la date du décompte), la gérance aurait le droit de les racheter pour le compte des syndicataires qui les auraient levés, et ceux-ci seraient tenus d'en prendre livraison contre paiement du montant des bordereaux d'achat (courtage et impôts compris) qui leur seraient remis par le syndicat. » Il arrive encore que le syndicataire puisse échapper au rachat en acquittant une pénalité fixée à forfait.

3° Ne pouvant éviter la revente des titres à des intermédiaires, le gérant se contentera le plus souvent de fixer le maximum des concessions qui pourront leur être faites : « Les membres du syndicat ne pourront rétrocéder aux intermédiaires une commission supérieure à 7 fr. 50 par titre. Ils ne pourront davantage faire figurer ces titres sur une liste de valeurs à commission. Toute dérogation entraînera, sur simple décision de la gérance, la perte du bénéfice syndical sur la totalité de la participation du syndicataire fautif » ; ou bien : « La rétrocession des parts syndicales, l'allocation de rétrocessions supérieures, de même que l'attribution de commissions de placement ou de rabais quelconques à des personnes qui ne sont ni banquiers, ni coulissiers, ni agents de change, ni remisiers ou changeurs, entraîneront de plein droit la perte du bénéfice syndical. »

4° Mais la pratique a prouvé que cette défense et cette menace étaient inefficaces et n'empêchaient pas le trafic des commissions. Aussi tout récemment les grandes ban-

ques se sont-elles avisées que le seul moyen de mettre fin à ces négociations occultes était de laisser les syndicataires dans l'incertitude la plus complète sur leur bénéfice éventuel. Les plus récents syndicats, formés par exemple par la Banque de Paris et des Pays-Bas, attribuent à la gérance le droit de fixer à son gré les commissions de placement et rétrocessions aux intermédiaires ; de plus l'acte syndical n'indique ni le cours d'application ni le cours de placement : les syndicataires signent les yeux bandés, et toute velléité d'émancipation, toute possibilité de protester contre les actes de la direction se trouvent étouffées dans l'œuf.

C'est à la même tendance qu'il faut attribuer le maintien des syndicats dits « à la parisienne », malgré les inconvénients qu'ils présentent ; mais ceci exige que nous étudions la liquidation du syndicat.

IV. — L'opération syndicale ne durera pas bien longtemps ; car non seulement les banquiers hésitent toujours à s'engager sans limitation de temps, mais si l'affaire traîne, ils préféreront souvent la passer par « Profits et Pertes » sans temporiser afin d'employer plus fructueusement leur activité et leurs disponibilités. Aussi la durée du syndicat est-elle ordinairement fixée à quelques mois avec faculté de *prorogation* (1).

Ce n'est pas qu'une fois le syndicat dissous, la banque qui avait entrepris de lancer la valeur l'abandonne toujours à ses seules forces ; souvent elle continue à en soutenir le marché de peur que la chute d'un titre prôné par elle nuise à sa réputation ; mais alors elle agit seule, à moins qu'elle ne passe la main à un autre syndicat auquel les anciens syndicataires rétrocèdent les titres non placés.

(1) On constate pourtant depuis peu une tendance à prolonger les syndicats pour intéresser davantage tous les syndicataires au placement et les faire contribuer aux charges du soutien du marché.

Quand le syndicat se dissout, il faut procéder à sa *liquidation*, c'est-à-dire faire le *règlement des comptes* et répartir les bénéfices et les pertes entre les syndicataires.

Les comptes auront pour premier objet les sommes versées lors de la formation du syndicat ou au cours de sa durée ; le gérant les rembourse aux syndicataires au moyen du prix de vente des titres réalisés. Parfois même, s'il avait dès le début du syndicat exigé de chacun de ses membres le versement du montant total de son engagement, il leur a fait des remboursements partiels au fur et à mesure des ventes et n'a plus à la dissolution qu'à clôturer les comptes.

S'il y a des bénéfices, le gérant prélève d'abord sur eux ses dépenses, en général fixées dans l'acte syndical à un pourcentage par titre. Puis il partage le restant du gain au prorata des participations, déduction faite de la commission de placement qu'il a payée aux syndicataires au fur et à mesure qu'il leur livrait les titres placés par eux.

Si tout ou partie des titres est resté implacé, il procède à une *répartition* entre les syndicataires selon diverses clauses :

Longtemps la forme la plus usitée fut celle connue maintenant sous le nom de *syndicat à la parisienne* : « Si tout ou partie des titres pris ferme n'est pas placé lors de la liquidation du syndicat, le solde des titres sera réparti proportionnellement entre tous les syndicataires. » Le placement s'opère alors, selon l'expression usuelle, *pour compte commun*, parce que les opérations de chaque syndicataire bénéficient à tous les autres en diminuant d'autant le stock de titres à répartir entre eux à la dissolution. En effet, à cette date, la contribution au non placé est proportionnelle à la part syndicale de chaque syndicataire, sans tenir compte de la quantité de titres placée par lui ; ainsi un banquier qui

aurait écoulé toute sa part, et au delà, n'en devrait pas moins subir une répartition.

Cette forme est, on le conçoit, très désavantageuse pour les syndicataires consciencieux qui s'efforcent de placer du titre et doivent supporter néanmoins les conséquences de l'inaction et de la négligence de leurs collègues ; tant que le syndicat n'est pas clôturé, ils sont menacés de versements et d'applications dont ils ne peuvent prévoir l'étendue (1).

Aussi lui substitue-t-on souvent, depuis quelques années, la clause suivante : « Si tous les titres faisant l'objet du syndicat n'étaient pas placés à sa liquidation, le solde serait réparti entre les participants au prorata de la part non placée par chacun d'eux sur le montant de sa participation. Tout syndicataire sera donc dégagé par le placement d'un nombre de titres égal au montant de sa part syndicale. » C'est le *syndicat à la lyonnaise* (2). Chacun y place pour son propre compte et les risques d'application des titres diminuent pour lui dans la proportion du nombre qu'il lève ; s'il a par exemple écoulé la moitié de sa participation, il ne reste lié au syndicat et ne devra subir la répartition éventuelle du non placé que dans cette mesure.

Ce système paraît plus équitable que l'autre. De plus il permet aux syndicataires de savoir exactement à quoi ils s'engagent ; car au reçu de l'acte syndical, ils tâtent leur clientèle, voient si le titre plaît, calculent ce qu'ils réussiront à placer, et, souscrivant dans cette limite, sont certains d'être à l'abri de toute application inattendue. C'est pourquoi la forme lyonnaise est adoptée par beaucoup de banques s'a-

(1) Ces inconvénients ont apparu avec une netteté particulière lors de l'échec de l'emprunt argentin, en 1911. — Cf. p. 150 et l'acte syndical, Annexes, sect. I.

(2) La paternité de cette forme syndicale est revendiquée par la Banque Privée Lyon-Marseille.

dressant à une clientèle d'établissements de province, par exemple par la Société centrale des banques de province.

Cependant elle offre un gros inconvénient qui l'empêche de rencontrer la même faveur auprès des maisons n'ayant pas des raisons spéciales de ménager les syndicaux de leur groupe ; elle facilite la fraude que nous avons signalée tout à l'heure, à savoir l'écoulement des titres au rabais, comme s'il s'agissait de « laissés pour compte » soldés à prix réduits. Car le syndicat à la lyonnaise constitue en somme un placement à commission. Si l'acte syndical indique par exemple que le taux de prise ferme est de 420 francs, et que la réalisation est envisagée aux environs de 450 francs, ce qui, avec une commission de placement de 12 fr. 50 laisse prévoir un bénéfice syndical approximatif de 17 fr. 50, le banquier additionnera ces deux dernières sommes, et envisageant son bénéfice total, soit 30 francs, comme une commission, proposera les titres aux intermédiaires avec 25 francs. Le seul risque qu'il court est que le bénéfice syndical soit réduit en cas où l'émission ne serait pas intégralement couverte ; mais sa perte serait minime (1). Au contraire, dans le syndicat à la parisienne, toujours exposé à une application supplémentaire, le participant ne peut savoir sur quelle quantité de titres il doit répartir éventuellement son bénéfice syndical.

Aussi les grands établissements de crédit sont-ils restés

(1) La Société centrale des banques de province a elle-même cherché à éviter cette manœuvre qui avait donné lieu à des protestations dans une assemblée du Syndicat des banques de province ; dans ses plus récents syndicats elle n'indique plus le bénéfice syndical. Mais cette précaution reste le plus souvent sans effet, car les praticiens savent que le bénéfice éventuel est en général coupé en deux tranches à peu près égales, et que la commission de placement n'est inférieure que de peu au bénéfice syndical.

fidèles à cette dernière forme. Tout au plus cherche-t-on à en atténuer les inconvénients en incitant les syndicataires à *exclure des ventes* le plus grand nombre possible de titres. On forme alors des syndicats à la parisienne dont les membres jouissent des avantages de la forme lyonnaise dans la mesure où ils mettent leurs titres hors vente lors de la signature. L'acte dira par exemple : « Les syndicataires qui mettront tout ou partie de leurs titres hors vente au moment de la signature du présent acte et qui les livreront au moment de l'émission seront dégagés dans la même proportion (1). Si tous les titres dont la réalisation est confiée au syndicat n'étaient pas placés à la liquidation de ce dernier, le solde serait réparti entre les syndicataires au prorata de la participation de chacun d'eux, sous déduction des titres qui auraient été exclus des ventes lors de la signature du présent acte. » Ainsi, dans la mesure des titres mis hors vente, le syndicataire est à l'abri de toute application comme dans le syndicat à la lyonnaise ; il est même complètement délié de son engagement s'il a exclu toute sa part ; mais s'il en a laissé une fraction en syndicat, il se trouve exposé à contribuer aux pertes quel que soit le montant de son placement, comme dans la forme parisienne ; ce sera là un motif suffisant pour l'empêcher de gaspiller son bénéfice au profit des intermédiaires. Le danger est que, désireux de profiter des avantages réservés aux titres exclus, certains banquiers n'exagèrent le montant de leurs demandes et ne rejettent ensuite sur le marché à vil prix les titres dont ils n'avaient pas réellement le placement.

(1) Souvent les titres exclus auront droit sur-le-champ à la perception du bénéfice syndical, tel qu'il est approximativement fixé dans l'acte. De même, la Société centrale des banques de province avait assuré pendant quelque temps une participation *irréductible* à ses banquiers qui excluaient immédiatement leurs titres,

CHAPITRE II

LES SYNDICATS A L'ÉTRANGER.

SOMMAIRE. — I. Allemagne : *a*) emprunts publics ; *b*) émission de valeurs industrielles ; *c*) l'opération syndicale. — II. Autriche-Hongrie et pays voisins de la France. — III. Angleterre.

En présence des liens si étroits qui rattachent à l'heure actuelle tous les marchés financiers, il est naturel que tout perfectionnement réalisé sur l'un d'eux bénéficie bientôt aux autres. Aussi l'intervention des syndicats s'est-elle généralisée au point que nous pourrions reproduire, à propos des émissions à l'étranger, la plus grande partie des précédents détails, à part les modifications inhérentes à toute différence de milieu.

I. — Allemagne.

Le placement des valeurs mobilières tient aujourd'hui dans l'activité des banques allemandes une place aussi importante qu'en France, et a conduit nos voisins à pratiquer la même politique des groupes financiers que nous avons étudiée dans notre pays.

Nous ne faisons pas ici allusion au groupement des banques provinciales allemandes autour des six grands établissements berlinois. On sait en effet que le mouvement de concentration financière qui s'est manifesté en France par la disparition des banques locales et leur remplacement par les succursales des grands établissements de crédit, s'est

opéré en Allemagne d'une manière différente : les grosses banques n'ont que peu de filiales et ont laissé subsister les banques régionales, mais s'en sont rendues maîtresses en les commanditant, en acquérant ferme la majorité de leur capital ou en échangeant contre les leurs une partie de leurs propres actions (1). Dans ce cas, une affaire prise par le chef du groupe est naturellement soutenue par ses satellites, les « Concernbanken ».

Mais à côté de ces groupements cristallisés, si l'on peut dire, et dont l'unification vise toutes les affaires de chacun de leurs adhérents, il est d'autres groupements dont l'union est moins étroite. Leur origine viendra souvent d'une opération entreprise en commun, pour une raison quelconque, par plusieurs banques ; les liens ainsi établis sont l'occasion de nouvelles relations, et des groupes de banques se forment qui se syndiqueront facilement quand un de leurs membres voudra lancer une affaire importante. Nous allons rencontrer, par conséquent, de nombreux syndicats d'émission aussi bien d'emprunts d'Etat que de valeurs industrielles.

a) *Emission d'emprunts d'Etat, municipaux et étrangers.*

Dans la première moitié du xix^e siècle, ces emprunts étaient en général pris par des banquiers privés, particulièrement les Rothschild qui tenaient le haut du marché, et ces banquiers opéraient soit seuls, soit en consortiums. Le premier consortium de banques paraît être celui formé par la Discontogesellschaft en 1859 avec les grandes banques et les principaux banquiers berlinois pour l'emprunt

(1) E. Depitre, *Le mouvement de concentration dans les banques allemandes*, th. Paris, 1905 ; P. Wallich, *Die Konzentration im deutschen Bankwesen*, Berlin, 1906.

prussien de mobilisation de 30 millions de thalers. C'est dans ce consortium qu'il faut voir la première origine du « Preussensconsortium » qui, depuis 1868 jusqu'à nos jours, s'est chargé de l'émission de la plupart des emprunts de l'Etat prussien et de nombreux emprunts communaux et provinciaux. Ce syndicat était composé en 1909 des banques suivantes :

La direction en était confiée à la Banque d'Etat prussienne, la *Königliche Seehandlung* ; puis venaient les *Bank für Handel und Industrie* (*Darmstädter Bank*) ; *Berliner Handelsgesellschaft* ; *S. Bleichröder* ; *Commerz- und Disconto Bank* ; *Delbrück, Leo et C^o* ; *Deutsche Bank* ; *Disconto-Gesellschaft* ; *Dresdner Bank* ; *F. W. Krause et C^o* ; *Mendelssohn et C^o* ; *Mitteldeutsche Kreditbank* ; *Nationalbank für Deutschland* ; *A. Schaaffhausen'scher Bankverein* ; *Sal. Oppenheim jr et C^o* (Cologne) ; *Lazard Speyer-Ellissen* (Francfort) ; *Jacob S. H. Stern* (*id.*) ; *L. Behrens et Cie* (Hambourg) ; *Norddeutsche Bank* (*id.*) ; *Vereinsbank* (*id.*) ; *MM. Warburg et Cie* (*id.*) ; *Allgemeine Creditanstalt* (Leipzig) ; *Rheinische Creditbank* (Mannheim) ; *Bayerische Hypotheken u. Wechselbank* (Münich) ; *Bayerische Vereinsbank* (*id.*) ; *Königliche Hauptbank* (Nüremberg) ; *Ostbank für Handel und Industrie* (Posen) ; *Württembergische Vereinsbank* (Stuttgart).

Le consortium pour les emprunts impériaux a la même composition, mais est dirigé par la *Reichsbank*.

Pour les emprunts des autres Etats allemands, des villes et des Etats étrangers, les groupements sont moins stables, à part peut-être celui que dirige la Maison *Mendelssohn* pour les emprunts russes (1). Néanmoins, « c'est devenu

(1) Il était, en 1904, composé des *Mendelssohn et Cie*, *Bleichröder*, *Diskontogesellschaft*, *P. Varschauer et C^o* (représentant la *Darmstäd-*

une habitude qui s'affermir de plus en plus pour toutes les affaires qui reviennent à intervalles périodiques réguliers, — les emprunts de villes par exemple — de rester ensemble quand on a une fois pour la première opération faite en commun appartenu au même consortium. Chaque syndicat se tient pour obligé, du moins moralement, de s'abstenir de faire appel ou de passer à un autre consortium sans avoir assisté à une assemblée du consortium ou en avoir provoqué une, quand bien même il aurait tout de suite prévenu la gérance de son intention de scission. La gérance de tels consortiums reste en général, et sauf clause prévoyant alternance, la même pour la suite des opérations (1). »

b) *Emission de valeurs industrielles.*

Mais, plus caractéristiques encore sont en Allemagne les syndicats formés pour l'émission de valeurs industrielles (2).

L'essor économique de l'Allemagne moderne est dû en partie, on le sait, à l'appui que les banques ont prêté à l'industrie et au commerce du pays, et le rôle des syndicats est à cet égard essentiel.

Les syndicats industriels de banques diffèrent souvent des syndicats d'emprunts d'Etat par leur but. Tandis que ces derniers naissent fréquemment du besoin de répartir sur plusieurs établissements le poids trop lourd pour un seul d'un gros emprunt, les autres résultent soit du carac-

ter Bank), Volgakama Commerzbank, Petersburger Internationale Handelsbank, Russische Bank für auswärtigen Handel, Petersburger Discontobank, Lippmann, Rosenthal et Co (Amsterdam).

(1) Riesser, *op. cit.*, p. 313.

(2) O. Jeidels, *Das Verhältniss der deutschen Grossbanken zur Industrie*. Leipzig, 1905, p. 127 s.

tère très aléatoire des opérations industrielles qu'aucune banque ne peut prendre entièrement à sa charge, soit de la concurrence intensive que se font les banques et qui les conduit, faute de pouvoir s'éliminer toutes, à une entente entre elles. Cette concurrence même explique pourquoi la composition des syndicats d'emprunts est plus stable que celle des syndicats de cette seconde catégorie, qui sont en constante transformation.

De plus, le rôle du syndicat qui lance une affaire industrielle n'est pas ordinairement limité à l'émission proprement dite. A la suite de celle-ci s'établissent entre le syndicat et la société des rapports durables et plus ou moins étroits ; de sorte que la société sera soutenue par un groupe de banques qui se chargeront de toutes ses opérations financières, lui prêteront l'appui de leur crédit personnel et lui permettront de lutter contre les sociétés concurrentes en se développant.

C'est ainsi qu'en 1900, dans l'industrie électrique, aux sept groupes d'entreprises d'électricité correspondaient sept groupes de banques, formés non seulement pour les émissions, mais pour toutes les affaires financières de ces sociétés. Derrière la Société Siemens et Halske, c'était la Deutsche Bank avec onze banques ; derrière l'Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft, la Berliner Handelsgesellschaft avec huit banques. Derrière la Union-Elektrizitätsgesellschaft se tenait la Loewe-gruppe, puissant consortium concentré peu à peu autour de la vieille firme Ludwig Loewe et Co, fondée en 1869 comme fabrique de machines à coudre et devenue une vaste entreprise de constructions mécaniques ; ce groupe comprenait les Diskontogesellschaft, Dresdner Bank, Darmstädterbank, Schaaffhausen'scher Bvr., Bleichröder, et Born et Busse.

Les petites Compagnies de chemins de fer sont soutenues par des groupes dirigés par la Berliner Handelsgesellschaft, la Nationalbank für Deutschland, la Dresdner Bank.

Dans l'industrie pétrolifère, le groupe formé de la Deutsche Bank, Wiener Bankverein, Darmstädterbank, National Bank für Deutschland, Mitteldutsche Kreditbank, et Jacob S. H. Stern à Francfort, luttait contre le groupe Diskontogesellschaft et Bleichröder, quand la Dresdnerbank en forma un troisième avec la Schaafhausen'scher Bvr. On parle aujourd'hui d'une fusion pour combattre le trust américain.

On ne saurait s'étonner, en voyant ce concours constant que les syndicats ont apporté à l'industrie allemande, de l'extension prise par elle. Les banques germaniques ont su tirer des syndicats d'émission leur maximum de rendement en en faisant un organe stable et indispensable à la vie économique du pays.

c) *L'opération syndicale.*

La technique du mécanisme syndical y est d'ailleurs très voisine de la méthode française (1). Ici encore le banquier qui a obtenu l'affaire adresse à différents financiers un acte syndical dont les clauses sont analogues à celles que nous avons étudiées, quoique souvent plus circonstanciées (2). Le syndicat pourra être un syndicat soit de prise ferme (Uebernahme-Consortium) soit de garantie (Garantie-Consortium), soit de placement (Begebungsconsortium) (3). Le

(1) Cf. surtout W. Lotz, *op. cit.* ; Em. Wolff, *Die Praxis der Finanzierung*, Berlin, 1905 ; Riesser, *op. cit.*, p. 301 s.

(2) Cf. deux modèles d'actes syndicaux allemands aux annexes, sect. III.

(3) Sydow, dans le *Ztsch. de Goldschmidt*, 1873, t. XIX, p. 427 s. ;

banquier qui forme le syndicat a pris les titres à un certain cours (Uebernahme Cours) et les repasse au syndicat à un cours de cession (Ueberlassungs-Cours) plus élevé ; le bénéfice du syndicat consistera dans la différence entre ce prix et le taux auquel il pourra écouler les actions (Verkaufspreis, Emissions Cours) dans le public, défalcation faite des dépenses. Mais les syndicaux peuvent également entrer directement en rapports avec l'emprunteur et percevoir l'intégralité du bénéfice en ne donnant au gérant du syndicat qu'une commission.

Le placement se fera encore par émission publique à date fixe, par vente aux guichets des syndicaux ou à ceux prêtés par une banque hors du syndicat, ou par introduction en bourse ; les actes syndicaux autorisent également les rachats (Aufnahmen) dans une limite déterminée pour soutenir les cours.

En cas d'échec, on répartit le non placé entre les syndicaux au prorata de leur participation et sans leur tenir compte en général des titres qu'ils ont réussi à placer.

II. — Autriche-Hongrie et pays voisins de la France.

Dans l'Empire austro-hongrois, les banques n'ont pas prêté à l'industrie nationale un concours aussi actif qu'en Allemagne ; mais les syndicats y jouent néanmoins un rôle notable.

Nous ne mentionnerons que le fameux Rothschild-Consortium qui s'est formé au milieu du siècle dernier quand les banques détrônèrent les Rothschild de leur monopole sur le marché viennois et qui s'étend non seulement aux emprunts de l'Etat austro-hongrois, mais à d'autres opérations financières entreprises en commun.

Pinner, *Das deutsche Aktienrecht*. Berlin, 1899, p. 33 ; Cosack, *Trailé*, III, p. 133 et 331.

Il comprend aujourd'hui la Diskonto-Gesellschaft, l'Österreichische-Kredit-Anstalt für Handel und Gewerbe, M. Wodianer, les Rothschild de Vienne, de Paris et de Londres, l'Ungarische Allg. Kreditbank (Budapest), S. Bleichröder, Darmstädterbank, Allg. Österr. Bodenkreditanstalt (Vienne), Sal. Oppenheim Jr (Cologne), Mendelssohn et Co, (Österr. Postsparkasse (pour les emprunts d'Etats).

Les syndicats y sont construits comme en Allemagne (1).

Nous rangeons également ici les pays voisins de la France et qui lui ont emprunté avec sa méthode d'émission l'usage des syndicats.

Telle est la Belgique, où les syndicats d'émission de valeurs industrielles, surtout de mines, de chemins de fer et de tramways, sont très nombreux en raison de l'aide puissante prêtée par les banques belges au développement économique de leur pays ; mais ces dernières ne négligent pas les emprunts d'Etats même étrangers, et il s'est formé pour les émissions les plus importantes un syndicat des grands établissements de crédit, Banque Nationale de Belgique, Société Générale de Belgique, Crédit Général Liégeois, Banque de Bruxelles, Banque Internationale de Bruxelles, Banque Liégeoise, etc..

Mêmes méthodes syndicales qu'en France (2).

Les banques suisses, au contraire, auxquelles la neutralité de leur pays procure une large clientèle de déposants, procèdent plutôt comme en Allemagne (3).

(1) Randa, *Das österr. Handelsrecht*, t. II, 2^e édit. Vienne, 1912, p. 68 ; Bruno Mayer, *Die Emission von Wertpapieren*, Vienne, 1900,

(2) P. de Pelsmaecker, *Des assoc. commerciales en participation et des syndicats d'émission*, Bruxelles, 1904.

(3) A. Silbernagel, président du tribunal de Bâle, *Die Gründung der Aktiengesellschaften*, Berlin, 1907, p. 118 s.

Quant à l'Italie, elle a dans son relèvement économique fait fréquemment appel à des syndicats d'émission, dont la structure n'offre pas de particularités appréciables (1).

III. — Angleterre.

Avec leur sens pratique très aigu, les financiers anglais ont également senti l'avantage que présente dans le domaine très aléatoire des émissions l'application du principe de l'assurance sous forme de syndicats de garantie : « Autour des grandes maisons, disait M. Raffalovitch à propos du krach de la vieille banque londonienne des Baring en octobre 1890 (2), il s'était groupé tout un monde d'amis, d'intermédiaires, de satellites, qui étaient favorisés aux émissions, qui obtenaient des participations à charge de créer un marché et de faire mousser la prime... On a pratiqué sur une vaste échelle le système des syndicats de garantie : lorsque le public se présentait au guichet, on lui accordait une maigre répartition, et le syndicat gardait un gros paquet qu'on espérait écouler avec un gros bénéfice. » Ces lignes n'ont pas cessé d'être vraies, et la plupart des introductions de valeurs mobilières sur le marché anglais supposent aujourd'hui la souscription préalable et conditionnelle des titres par un syndicat d'*underwriters* (3).

(1) C. Vivante, I sindacati per la compra e per la vendita delle azioni, *Riv. di dir. comm.*, 1904, I, p. 265 ; Navarrini, La costituzione simultanea delle soc. per azioni, *Annali Perugia*, 1906 ; Vitt. Angeloni, *op. cit.*, 1909, et les modèles d'actes syndicaux qu'il donne.

(2) *Le marché financier en 1891*, p. 39.

(3) Gore Brown et Jordan, *Handbook of the formation, etc., of Joint Stock Cies*, 29^e édit., Londres, 1908, p. 115 s. ; Palmer, *Company Law*, 9^e édit., Londres, 1911, p. 333 s. ; Stock exchange underwriting, dans *the Economist* du 3 juin 1911 ; Some considerations as to underwriting, dans le *Financial Standard*, mai 1913. On trouvera aussi dans la thèse récente de M. J. D. Mayer, Paris, 1913, sur *Le*

Le contrat d'*underwriting* est utilisé aussi bien pour l'émission des obligations de sociétés (debentures, debenture stocks) que pour le placement des fonds d'Etat : il constitue alors comme nos syndicats de garantie un contrat d'assurance contre les risques d'insuccès de l'opération. Mais en cas de constitution de société par actions, il présente en outre, depuis le Companies act de 1900, un avantage particulier au droit financier anglais.

En France, la société par actions ne se trouve définitivement constituée qu'après la souscription intégrale du capital social. Aussi les fondateurs ont-ils, nous l'avons vu, l'habitude de souscrire eux-mêmes toutes les actions, et une fois la société constituée, de les écouler par l'intermédiaire d'un syndicat. En Angleterre, au contraire, la Joint Stock Company by shares est constituée et jouit de la personnalité morale dès que le memorandum ou acte d'association signé des sept fondateurs a été enregistré au Registration's office (1), quoique le capital social ne se compose encore que des 7 actions souscrites obligatoirement par les fondateurs ; l'appel au public est postérieur à la constitution. D'où la fraude suivante : si la souscription ouverte ne couvrait qu'une fraction infime du capital, la société n'en subsistait pas moins et les fondateurs encaissaient l'argent versé ; mais au bout de peu de temps la société était dissoute faute de fonds et les souscripteurs se retrouvaient les mains vides. Aussi devant ces abus le Companies act de 1900 a exigé que les statuts et le prospectus contiennent l'indication d'un minimum de souscriptions qui devra

marché de Londres envisagé spécialement au point de vue de l'émission des valeurs mobilières, de nombreux détails sur l'*underwriting* que nous avons connus trop tard pour les utiliser.

(1) E. Destrucq, *Traité prat. de législ. angl. sur les soc. anonymes* *Ld.*, Paris, 1902, p. 37.

être atteint pour que les administrateurs puissent procéder à la répartition (allotment) ; en l'absence de minimum, c'est tout le capital qui devra être souscrit (section 85 du Companies consolidation act de 1908).

On voit combien il est maintenant utile de ménager préalablement la souscription éventuelle des underwriters, puisque la société ne peut commencer ses opérations qu'après la répartition des actions entre les souscripteurs : soit une Compagnie qui a posé comme « minimum subscription » £ 50.000 ; si le public ne souscrit que £ 45.000, les directeurs ne peuvent passer à la répartition, l'entreprise est ruinée et toutes les dépenses déjà faites sont superflues, à moins que le syndicat n'intervienne pour suppléer à l'insuffisance des souscriptions.

L'underwriting peut se présenter sous deux aspects. Les titres à placer ne sont pas en toute occasion pris en bloc par un syndicat qui en décharge l'emprunteur ou les fondateurs. Souvent il intervient un contrat direct entre les promoteurs et chacun des underwriters qui garantit une fraction de l'émission ; aucun lien de société n'existe par conséquent entre ceux-ci, et s'ils participent à la même opération, c'est individuellement et séparément. Nous avons rencontré en France une situation analogue dans les récents emprunts de la Ville de Paris (Cf. p. 95) ; elle est plus fréquente en Angleterre, parce que les underwriters n'y ont pas en général à « soigner » le placement comme en France, et que par suite leur groupement sous une direction spéciale et indépendante est moins nécessaire. Parfois cependant les promoteurs traitent avec un *underwriting syndicate*.

En tous cas, le *modus operandi* est toujours le suivant : les promoteurs ou le chef du syndicat adresseront au participant une lettre explicative en le priant de signer et de

retourner la formule y jointe (1). Cette formule (2) consistera soit en un bulletin de souscription (form of application) analogue à celui que signeront les souscripteurs, mais ne liant le signataire que sous la condition d'échec partiel ou total de l'émission (if, on the issue of the Prospectus, the whole of the issue be not taken up, or if it only be partially taken up) ; soit en un engagement de souscrire, sur la demande des promoteurs (to apply, when called upon). Parfois le syndicataire devra y joindre un versement de garantie (deposit).

En revanche, les underwriters auront droit en tout état de cause à une commission, évaluée par M. Palmer, en moyenne à 10 0/0, mais souvent moindre ; elle a été fréquemment, dans ces dernières années, donnée en nature sous forme de titres. Cette commission doit, comme nous le verrons plus tard, être publiée dans le prospectus depuis le Companies act de 1900.

L'underwriting est donc un peu différent de nos syndicats d'émission. C'est un simple syndicat de garantie, dont les membres touchent, en échange de l'engagement éventuel assumé par eux, non une part des bénéfices résultant de l'opération, mais une commission forfaitaire. Il ne s'occupera pas directement du placement auquel pourvoiront en général les Compagnies elles-mêmes (3), par l'intermédiaire des agents de Bourse nommés *brokers*. A cet égard

(1) Chaque banque importante tient une liste de ses underwriters habituels entre lesquels elle distribue les parts ; elle fixe même parfois directement le montant de leur engagement, certaine que la crainte d'être exclus des émissions suivantes empêchera les banquiers de protester. C'est pourquoi les émissions paraissent se couvrir en Angleterre avec une si grande facilité.

(2) Cf. annexes, section III.

(3) A. Bayart, *Le prospectus et son rôle dans la législat. angl.*, th. Paris, 1903, p. 25, note 1.

les banquiers anglais sont restés plus individualistes que les nôtres et ont moins qu'eux senti le besoin de se grouper. Peut-être cela tient-il à ce que d'une part le prospectus est plus répandu en Angleterre que chez nous et y pénètre mieux dans la masse des capitalistes ; à ce que d'autre part, grâce aux ressources du marché de Londres, la plus grande partie des titres nouveaux y sont écoulés directement en Bourse sans que les banquiers aient à jouer, comme chez nous, le rôle de placeurs sollicitant la clientèle ; à ce qu'enfin la petite épargne, moins développée qu'en France, prend une part moins grande aux émissions. Disposant d'une publicité plus perfectionnée, possédant un procédé de placement plus immédiat, s'adressant à des souscripteurs plus riches dont un petit nombre suffira à couvrir l'émission, les financiers pourront, en payant seulement aux underwriters une prime d'assurance, réaliser le placement par leurs propres forces et garder la majorité du bénéfice réalisé.

Le danger est que le placement s'effectue difficilement dès que, par suite de circonstances économiques ou politiques défavorables, les gros souscripteurs n'interviennent plus. Le public n'est pas, comme en France, stimulé par une multitude de courtiers en titres ; et même dans bien des cas il juge préférable d'attendre que les titres aient été appliqués aux underwriters pour les acheter à meilleur compte quand ceux-ci les rejettent sur le marché. C'est là la cause de la réaction qui se manifeste à l'heure actuelle en Angleterre contre les syndicats de garantie ; à la suite de nombreux échecs qui obligèrent les syndicataires à absorber de 60 à 80 0/0 du montant de l'émission (cf. p. 151), les financiers hésitent à prêter leur garantie à des opérations qui congestionnent le marché sans profit pour eux.

On a essayé de réagir en intéressant les underwriters au placement ; une clause leur accordait le droit de faire sous-

crire leurs amis et relations d'avance, pour le cas où tous les titres ne seraient pas placés dans le public. Mais ceux d'entre eux qui avaient ainsi réussi à placer leurs titres se désintéressaient de l'émission, ce qui alourdissait encore le marché. Aujourd'hui on fait appel aux Compagnies d'assurances qui, grâce à leurs énormes disponibilités, peuvent garantir facilement les émissions ; mais les boursiers se plaignent qu'on leur ôte ainsi leurs meilleurs clients puisque, au lieu d'acheter des valeurs en Bourse, les Compagnies se les procurent par l'underwriting ; d'autre part, les banques, trouvant plus aisément des garants parmi ces Compagnies, soumissionnent plus fréquemment des emprunts d'Etats étrangers et il se produit sur le marché une concurrence nuisible au cours des fonds d'Etat.

Malgré ces inconvénients, l'underwriting est une institution bien ancrée aujourd'hui dans les mœurs financières anglaises, et on peut penser qu'il retrouvera toute sa popularité lorsque les conditions économiques seront plus favorables (1).

(1) Les Américains connaissent aussi l'underwriting. Mais celui-ci est plus proche de nos syndicats qu'en Angleterre. Les banquiers souscrivent les titres et les revendent pour leur propre compte. — Cf. the Americana Library, New-York, 1904, V° *Underwriting*. « Les arrangements syndicaux, dit l'article précité de l'*Economist*, y sont généralement dans les mains des banquiers de la société qui apportent la garantie dans leur propre groupe financier ; le manager du syndicat contrôle toute l'opération, aucun des membres n'étant autorisé à vendre sa part personnelle ; quand le manager a vendu tous les titres formant l'engagement du syndicat, les profits sont partagés entre ses membres. »

CHAPITRE III

LES SYNDICATS INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE ÉTRANGÈRE.

LES SYNDICATS INTERNATIONAUX.

SOMMAIRE. — I. Rôle politique des syndicats. — II. Formation et développement des syndicats internationaux.

I. — Non seulement les syndicats d'émission sont employés sur les marchés financiers de tous les pays, mais ils ont même réussi à déborder les cadres de la vie nationale.

Dans chaque pays, en effet, en vertu de la loi de concentration, quelques grands établissements de crédit ont centralisé entre leurs mains la puissance financière de la nation ; par leurs succursales ou leurs banques affiliées, ils disposent directement d'une grande partie de ses ressources ; par leurs relations avec les autres financiers qui ont tout intérêt à ne pas s'aliéner leur sympathie, ils peuvent agir indirectement sur le reste. Par suite, il suffira que ces établissements se groupent en syndicat, pour constituer l'instrument capable de l'effort financier maximum que puisse fournir la nation. Un groupement de ce genre, si celle-ci est riche, pourra constituer le meilleur moyen d'action dont elle dispose.

Aussi les grandes nations, à l'heure actuelle, ne négligent pas de s'en servir. Pour conquérir les pays neufs ou à finances obérées, où l'argent a plus d'influence que la politique pure, les syndicats financiers sont aux prises, soutenus par leurs gouvernements respectifs. C'est que les opérations

financières internationales, qu'il s'agisse d'un emprunt d'Etat, de la concession d'un port, d'un canal ou d'un chemin de fer, ou de la création d'une grosse banque ont une portée dépassant leur objet immédiat. Non seulement elles donnent aux banques qui les ont faites la clientèle future de l'emprunteur, mais elles ménagent fréquemment à l'industrie nationale des commandes importantes, elles établissent entre l'Etat emprunteur et l'Etat prêteur le lien de subordination qui attache le débiteur au créancier, elles sont un moyen de pénétration commerciale.

Parfois cette lutte entre les syndicats nationaux se termine par le triomphe exclusif de l'un d'eux. Ainsi en fut-il pour le chemin de fer de Bagdad, où le syndicat allemand dirigé par la Deutsche Bank l'emporta sur les syndicats français, anglais et russes, d'abord en 1902 (1), puis en juin 1908 pour le restant du trajet ; de même l'emprunt ottoman de 1911 fut adjugé au syndicat austro-allemand soutenu par une diplomatie habile. C'est pour atteindre ce résultat que des consortiums se spécialisent dans le soutien des pays dont les besoins d'argent sont fréquents. On connaît par exemple la fondation de la Deutsch-Asiatische Bank, à Shanghai en 1889, par un consortium des grandes banques allemandes : Deutsche Bank, Disconto-Gesellsch. Dresdner Bank, Berliner Handelsgesellsch., A. Schaaffhausen'scher Bkv. et National Bankverein ; les mêmes établissements fondèrent en 1890 le « Syndikat für asiatische Geschäfte » qui obtint des emprunts en Chine, en Corée, au Japon et soutient aussi des sociétés de chemins de fer et de mines. De leur côté les principaux établissements de crédit français sont groupés en Asie derrière la Banque de l'Indo-Chine.

(1) V. Charadammé, *Le chemin de fer de Bagdad*, Paris, 1903.

II. — Mais plus caractéristique encore de l'évolution des syndicats est la formation, relativement récente, de syndicats internationaux. Chaque nation, ou plutôt chaque syndicat national, choisira un mandataire qui s'abouchera avec les représentants des autres États, discutera avec eux la participation de chacun dans l'affaire et avec l'emprunteur les conditions du contrat ; puis, dans l'intérieur de chaque État, les syndicataires réuniront les capitaux nécessaires suivant le mécanisme déjà décrit.

La formation de ces syndicats internationaux peut tenir à deux causes principales :

1^o Les capitaux nécessaires dépassent les disponibilités de chaque marché pris individuellement ; il faut alors s'adresser à plusieurs d'entre eux à la fois.

Les circonstances ne le permettent pas toujours ; des raisons de politique générale par exemple peuvent fermer un marché à certaines nations. Mais aujourd'hui les centres de l'argent communiquent, et il est possible de se procurer indirectement les capitaux non utilisés d'une place qui repousserait tout appel direct. Ainsi l'Allemagne utilisa plus d'une fois l'argent français par l'intermédiaire des banques suisses et belges ; ainsi encore, lorsqu'en décembre 1912, pour parer aux frais de mobilisation entraînés par la guerre des Balkans, l'Autriche émit 150 millions de couronnes de bons du Trésor et la Hongrie 125 millions, elles les émirent, la première à New-York, d'où elle pouvait atteindre les capitaux anglais, et la seconde en Hollande et en Suisse, proches de la France.

Lorsque l'émission pourra se faire simultanément sur plusieurs marchés, il n'y aura pas toujours non plus formation d'un syndicat. L'emprunteur pourra traiter avec chacun des syndicats nationaux individuellement et leur faire

à chacun des conditions différentes ; ainsi l'emprunt russe de 2.250 millions de francs émis après la guerre russo-japonaise en 1904, fut pris en France par le consortium des grands établissements de crédit à concurrence de 1.200 millions au taux de 83. 50 0/0 et placé à 88 0/0 ; 500 millions furent pris par un syndicat russe, 330 par un syndicat anglais, 165 par l'Autriche, 55 par la Hollande. L'Allemagne avait, au dernier moment, refusé d'y participer. Cependant, même dans ce cas, il faudra qu'il y ait au moins entente entre les syndicats quant à l'époque et au cours du placement, car des conditions plus avantageuses sur une place y feraient affluer les capitaux de toutes les autres.

Mais il n'y aura vraiment syndicat international que quand le contrat sera signé au nom du syndicat ; il imposera alors à l'emprunteur des conditions choisies d'un commun accord par les syndicataires, et qui feront à chacun d'eux une situation égale.

2^o Cette forme du syndicat international se présentera plus fréquemment en vertu d'un second motif : la concurrence que se font les Etats étrangers pour accaparer l'affaire à leur profit. Sous leur pression l'emprunteur pourra se trouver dans l'impossibilité de choisir entre eux de crainte de représailles, et les piera de s'entendre et de lui faire des propositions en commun ; ou bien les Etats étrangers, ne voulant pas reculer les uns devant les autres et désirant pourtant éviter un conflit aigu, proposeront eux-mêmes cette solution.

A cet égard la constitution de la banque d'Etat du Maroc montre nettement l'action combinée de la diplomatie et de la finance. Ce fut en effet la conférence d'Algésiras à qui incombait la tâche de dresser les statuts de la banque, mais les financiers prirent à la discussion une part au moins

égale à celle des diplomates (1). La difficulté principale tenait à ce que l'Allemagne, négligeant les droits que s'était réservé, lors de l'emprunt marocain de 1904 cité *supra*, le consortium des banques françaises, refusait de lui attribuer dans la nouvelle banque une participation de peur de donner à la France la prépondérance dans son conseil d'administration. On finit par s'entendre sur un texte qui constituait pour la souscription du capital de la banque un vaste syndicat international d'émission comprenant la plupart des nations européennes : chacune d'elles souscrivait une part syndicale et, à titre de participant principal, recevait le droit de distribuer des sous-participations. Ainsi l'article 6 déclarait : « En conformité des dispositions de l'article 36 de l'acte de concession, le capital a été divisé en 14 parts, soit 12 parts réservées aux Etats qui ont déclaré se prévaloir de leur droit de souscription et 2 parts attribuées au consortium des banques signataires du contrat du 12 juin 1904 relatif à l'emprunt. Chaque part est conséquemment fixée à 2200 actions de 500 francs. » Et le même article contenait la désignation des banques chargées de souscrire au nom des syndicats nationaux (2). C'était pour le groupe allemand, MM. Mendelssohn et Cie ; pour l'Autriche-Hongrie la K. K. Boden Credit Anstalt ; la Belgique, la Société Générale de Belgique ; l'Espagne, la Banque d'Espagne ; la France, la Banque de Paris et des Pays-Bas ; la Grande-Bretagne, MM. Glyn, Mills, Currie et Cie ; l'Italie, la Banque d'Italie ; le Maroc, l'Amin el hadj

(1) Cf. A. Lombard, *La banque d'Étal du Maroc*, th. Montpellier, 1911 ; P. Bonnet, *Le problème marocain et la banque d'Étal du Maroc*, th. Toulouse, 1912.

(2) Cette désignation concernait aussi les administrateurs de la Banque à raison d'un par part souscrite.

Idris ben Djelloun ; la Hollande, la Nederlandsche Handel-Maatschappij ; la Russie, la Banque du Nord (depuis la Banque russo-asiatique) ; la Suède, la Skandinaviska Kredit Aktiebolaget ; pour les deux parts du consortium de 1904, également la Banque de Paris et des Pays-Bas. Chaque chef de groupe devait, sur son bulletin de souscription, indiquer les autres membres du syndicat qu'il représentait ; la Banque de Paris avait seulement par conséquent à répéter les noms des participants de l'emprunt de 1904. Et c'est un indice très remarquable des bons rapports qui peuvent se maintenir entre banques de nationalités différentes que la parfaite harmonie qui n'a cessé de régner entre les membres du syndicat chargé de gérer la banque d'Etat après l'avoir lancée.

Les emprunts chinois nous offriraient également de nombreux exemples de syndicats internationaux, car la Chine est l'un des terrains où les intérêts des différents peuples se sont heurtés le plus fréquemment. L'histoire des pourparlers qui se sont déroulés récemment entre le gouvernement de la République chinoise et les différents syndicats internationaux pour mettre sur pied un emprunt de réorganisation, est en elle-même fort instructive.

L'Angleterre, la France, l'Allemagne et les Etats-Unis forment un premier syndicat dans l'espoir d'être les seuls à profiter de l'aubaine ; mais bientôt la Russie et le Japon accourent et réclament des parts sous peine de former avec l'aide des banques belges un syndicat concurrent. On transige et on forme en juin 1912 un syndicat dit des six puissances, dans lequel les syndicats nationaux sont représentés à Londres par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation ; à Berlin par la Deutsch-Asiatische Bank ; à Paris par la Banque de l'Indo-Chine ; à New-York par MM. J. F.

Morgan et Cie, Kuhn, Loeb et Cie, la First National Bank et la National City Bank ; à Saint-Pétersbourg par la Banque Russo-Asiatique ; à Yokohama par la Yokohama Specie Bank. Mais le syndicat exige des garanties très sévères que la Chine hésite à donner. Aussi quand un syndicat de banques anglaises, mécontentes d'avoir été évincées du grand syndicat, offre de prêter immédiatement 25 millions de francs sans garantie, elle accepte malgré l'opposition du gouvernement anglais.

En septembre 1912, le syndicat des six puissances entreprend alors de nouvelles tractations, et pour supprimer un concurrent, il l'absorbe : les banques anglaises seront, d'après l'accord de décembre, représentées non seulement par la Hongkong Cy, mais par la Parr's Bank, la London County Bank, les maisons Baring et Schrœder.

Le 3 février 1913, une note du consortium à la presse annonçait un accord complet des six puissances sur un emprunt de 25 millions de livres sterling 5 1/2 0.0 or. Le contrat devait être signé par les banquiers, le premier ministre chinois et les ministres des finances et des affaires étrangères. Quoique le nouvel emprunt fût gagé entièrement sur les revenus de la gabelle, tout excédent à revenir des douanes maritimes était affecté au service de ses coupons. Le consortium s'engageait à avancer £ 2 millions dès la signature du contrat ; après quoi, il émettrait les bons à une date prochaine. Toutefois, si le marché monétaire n'était pas favorable ou si l'émission était retardée pour tout autre motif, le groupe avancerait à la Chine à nouveau £ 2 millions et 3 millions en mars. Une portion de la part de la Russie serait émise en Belgique, et la part du Japon devait être émise pour la plus grande partie à Londres.

L'emprunt fut finalement conclu à Pékin le 26 avril 1913,

non sans que sa composition ait été à nouveau modifiée par la retraite des financiers américains sur les instances du président Wilson. Son montant nominal était de 634.250.000 francs, dont 187.270.665 francs réservés au marché français furent émis à 91 0/0 en mai 1913 par le consortium de nos grands établissements de crédit.

Nous ne voulons pas insister davantage sur les syndicats internationaux. Ils présentent, en effet, un caractère mixte qui les fait sortir un peu du cadre de cette étude : leur importance diplomatique égale leur importance financière et parfois la dépasse. Plus d'une fois, ils entraînent les financiers à entreprendre des opérations dont leur intérêt personnel leur conseillerait de s'abstenir ; ou bien des nations y obtiennent des participations qui doivent elles-mêmes, pour subvenir à leurs propres besoins, recourir aux capitaux étrangers, comme notre dernier exemple en donne la preuve.

Cependant, il nous a semblé utile de ne pas les négliger tout à fait ; car ils constituent le dernier perfectionnement qu'ont apporté au mécanisme syndical les financiers ; ils sont aux syndicats nationaux ce que ces derniers sont aux syndicats d'importance purement locale. Ainsi se trouve achevé le réseau d'intérêts entrelacés que les financiers ont tissé autour des capitaux et dont la moindre contraction leur permet de faire apparaître à la surface toute l'épargne disponible.

CHAPITRE IV

APPRÉCIATION DE LA FONCTION ÉCONOMIQUE DU SYNDICAT D'ÉMISSION.

SOMMAIRE. — I. Critiques adressées au syndicat. — II. Justification de la prime du syndicat par les services qu'il rend et les risques qu'il court. — III. Prélèvements scandaleux de certains intermédiaires dont le discrédit ne doit pas retomber sur le syndicat.

Déterminer la valeur absolue du rôle du syndicat dans l'économie de l'émission des valeurs mobilières, examiner si dans un mécanisme émetteur idéalement construit il serait un organe nécessaire, nous n'avons ni la prétention ni l'intention de le faire. Mais les faits amassés par nous sont maintenant en assez grand nombre pour nous permettre de juger si, dans l'état actuel du milieu financier, les syndicats d'émission correspondent à un besoin réel, ou s'ils ne sont, au contraire, que des plantes parasites épuisant sans productivité au bénéfice d'intermédiaires inutiles des forces profitables à la communauté.

I. — Le public ne connaît guère les opérations financières, mais derrière le mystère dont elles s'enveloppent, il imagine facilement des combinaisons louches ; toute association entre financiers sera pour lui une entente frauduleuse, et dès qu'il y a concert entre deux ou trois personnes tenant à la banque ou à la Bourse, on l'anathématise du nom de syndicat. Si, laissant de côté les multiples reproches

adressés aux syndicats de pure spéculation, on examine les accusations lancées contre les syndicats d'émission, on peut les ranger sous quatre chefs principaux :

1^o Les syndicats d'émission ne servent à rien, sinon à faciliter le lancement des mauvaises affaires : « Une société qui a vraiment les reins solides, nous dit un juge anglais, M. Emden (1), n'a pas besoin de souscriptions de garantie, nécessaires seulement aux sociétés débiles. Le système de la souscription de garantie tend à créer d'énormes amas d'actions non digérées et de valeur douteuse et sème les germes d'un état, dangereux pour le commerce, que rien ne trahit à la surface. » Sans eux, il se produirait un filtrage naturel et bienfaisant qui ne laisserait arriver au public que les valeurs sérieuses ; grâce à eux et à leur soutien, on lance des affaires, non pas parce qu'elles répondent à un besoin véritable, mais pour percevoir une prime de vente sur les titres. C'est à leur influence qu'est due l'introduction de plus d'une valeur étrangère, qui, sans doute, leur a rapporté lors de l'émission une bénéfice immédiat, mais qui a, plus tard, coûté cher à l'épargne publique.

2^o Spécialement en cas de constitution de société, le syndicat forme un écran derrière lequel les fondateurs dissimulent tous les genres de fraudes. C'est grâce à lui, en effet, comme nous l'avons vu, que la « constitution simultanée » qui déjoue toutes les précautions prises par la loi, est possible ; les fondateurs pourront « faire la cuisine » entre eux, approuver les apports majorés, admettre les souscriptions fictives, se dispenser du versement légal ; l'intervention d'un financier habile et d'un syndicat complice leur permettra de trouver ensuite dans le public les fonds qu'ils ne possédaient

(1) Dans le *Nineteenth Century*, décembre 1900, p. 966.

pas, puis de se délivrer d'un paquet d'actions dont la dépréciation est prochaine.

3° A un autre point de vue, à celui de leurs manœuvres de Bourse, ils portent également atteinte à l'intérêt général. Ils créent de toutes pièces un marché artificiel et des cours qui ne correspondent pas à des transactions réelles ; ou bien si la loi de l'offre et de la demande joue dans une certaine mesure, ils la faussent par des interventions continues, par une série de rachats et de reventes combinés, par ce que Law appelait déjà « faire le flux et le reflux ». En somme, le soutien des cours constitue bien un accaparement, quoique la jurisprudence n'ait pu, en raison de l'étroitesse des termes de la loi, lui appliquer l'article 419 du Code pénal qui punit cette classe de manœuvres ; et les financiers s'en rendent si bien compte que, s'ils tiennent secrets les actes syndicaux, c'est principalement dans la crainte de révéler au public la clause donnant au gérant du syndicat le pouvoir d'agir sur le marché.

4° Dans ces conditions, comment prétendre justifier les bénéfices qu'ils prélèvent ? Sans doute, c'est à bon droit que les banquiers placeurs recevront la commission de placement en rémunération de leurs soins et diligences, comme touchent justement une commission les commerçants qui mettent à la portée du public les produits fabriqués. Mais le bénéfice syndical, prélevé au détriment du public et grâce aux cours majorés, ne répond à aucune production de richesse.

On prétend bien que les syndicataires courent le risque de garder le papier qu'ils garantissent. Mais en fait le risque est le plus souvent illusoire et, dans les périodes de prospérité, disparaît presque entièrement. Et quand bien même le syndicat devrait lever du titre, presque toujours il n'y

aura là qu'une immobilisation temporaire du capital, impossibilité momentanée de faire de nouvelles opérations, et non perte définitive de la somme engagée ; les titres resteront quelque temps en portefeuille, mais un syndicat de Bourse les reprendra bientôt en sous-main, fera monter les cours et permettra aux syndicataires de se dégager peu à peu ; de sorte que plus d'une répartition s'est finalement soldée par un bénéfice et que la prime est, suivant les circonstances, ou sans cause ou disproportionnée. D'ailleurs, combien parmi les syndicataires qui ne garantissent rien du tout ! Combien de parts syndicales attribuées par simple faveur à des membres de conseils d'administration qui n'ont accepté cette fonction et prêté leur nom que pour les obtenir ! Combien à toute une clientèle de parasites semblables aux croupiers qui, sous l'ancien régime, grevaient les parts de fermiers généraux ! « Les défenseurs méritent-ils qu'on leur accorde intérêt ? » concluait l'avocat général Sarrut en 1885 dans le procès des syndicats d'émission du Crédit de France. « N'ont-ils pas, en définitive, fait partie d'un syndicat manifestement organisé pour fausser les cours de la Bourse ? N'ont-ils pas poursuivi la fortune par des moyens suspects ? Et n'ont-ils pas atteint ce résultat inouï de faire rapporter à leur argent pour une période de 6 mois jusqu'à 28 0/0 ? Qu'ils s'exécutent et qu'ils apprennent à leur détriment que la fortune doit être acquise par le travail et l'épargne, et que la ruine est au bout de l'agiotage de Bourse ! »

Que penser de ces critiques sévères ?

Il nous semble qu'elles sont fort exagérées, et si notre système d'émission pèche par quelques côtés, la responsabilité de ces manquements ne saurait peser sur le syndicat. Les économistes, à la vérité assez rares encore, qui en

ont relevé et étudié l'intervention, la considèrent pour la plupart comme légitime et utile (1), pourvu qu'il s'agisse de véritables syndicats d'émission ; car on ne peut reprocher à tout le système les fautes de quelques individus ni les fraudes commises en s'abritant dolosivement derrière son nom. Nous aurons donc d'abord à justifier le principe, puis à expliquer pourquoi son application a plus d'une fois soulevé les colères du public.

II. — En somme l'opinion en veut surtout aux syndicats parce qu'ils paraissent gagner des sommes énormes sans produire en échange des avantages légitimant une telle rémunération : ce sont des pique-assiettes, des parasites. Et pourtant il ressort des faits relevés aux chapitres précédents que, bien au contraire, les syndicats d'émission ont une tâche malaisée et souvent dangereuse : ils sont en effet des assureurs et leurs bénéfices constituent, non une libéralité sans cause, mais une prime d'assurance. Cela est manifeste dès qu'on met face à face les services qu'ils rendent et les risques qu'ils courent.

Les premiers sont multiples.

A la société émettrice ou à l'Etat emprunteur ils apportent en somme la garantie du succès de l'émission. Car, en premier lieu, ils permettent d'attendre pour le lancement de la valeur sur le marché le moment le plus favorable. L'appel au public est-il présentement impossible ? Le syndicat fait l'avance des fonds nécessaires à la constitution ou

(1) A. Neymarck, *Que doit-on faire de son argent ?* Paris, 1913, p. 248 s. ; A. et M. Méliot, *Dict. financ. intern.*, Paris, 1910, v^o *Syndicat de garantie* ; Hausser, *loc. cit.* ; en Allemagne, Jeidels, Riesser, *op. et loc. cit.* ; en Angleterre, R. G. Elwes, dans le *Nineteenth Century*, avril 1901, p. 646.

à l'augmentation du capital de la société, ou bien couvre l'emprunt que l'Etat destine à des dépenses urgentes d'intérêt général ou national (1) ; l'introduction des titres s'opère plus tard en sécurité (2). A cette date le syndicat met alors à la disposition de l'émetteur une clientèle très étendue où se trouvent plus facilement des preneurs et dans laquelle les titres peuvent *se classer* définitivement sans tomber dans les mains de spéculateurs. Il est vrai que la gérance du syndicat intervient à cette occasion sur le marché et que les premiers cours cotés sont parfois artificiels ; mais il faut attirer l'attention du public sur la valeur, créer un courant en sa faveur ; et cette action permet d'introduire des quantités importantes de titres sans rompre l'équilibre du marché, sans y déclancher la baisse ou lui imprimer de brusques soubresauts. Enfin, le placement terminé, le syndicat enrayer par des rachats opportuns les manœuvres des baissiers et ramène à son juste niveau la valeur fictivement dépréciée.

Au public le syndicat procure aussi une sécurité plus grande. Lorsqu'il y a concurrence entre des banques qui se disputent le fructueux lancement d'une affaire, bien peu d'entre elles résistent à la tentation de se contenter d'informations peu approfondies au lieu d'engager une enquête coûteuse alors qu'un autre groupe sera peut-être seul à bénéficier de l'opération ; avec un syndicat puissant qui distribue des participations aux groupes adversaires et les absorbe, la solvabilité de l'emprunteur et les garanties qu'il propose seront

(1) Nombreux exemples dans les guerres récentes : ainsi le prêt de 40 millions fait en novembre 1912 à la Bulgarie par la Banque de Paris et un consortium russe, etc.

(2) L'emprunteur peut même parfois rembourser avant l'introduction et éviter ainsi, grâce au syndicat, de révéler au public la crise qu'il a traversée : ex. dans Cass., 16 mars 1904, D. 1904.1.321.

souvent étudiées avec plus de méthode et pesées avec plus de soin (1). D'autre part, le syndicat peut profiter de sa situation privilégiée pour obtenir la désignation d'un représentant des obligataires (2), ou stipuler la création d'une société civile ou d'un syndicat d'obligataires. Enfin les banques du syndicat ont trop avantage à défendre les intérêts de leur clientèle pour ne pas porter aide à la société ou à l'Etat dont elles ont émis les titres, s'ils suspendent leurs paiements : le syndicat réorganisera l'affaire, fera une avance de fonds à l'Etat, les soutiendra de son crédit et réussira souvent par l'action combinée de ses membres à réduire les pertes du public à leur minimum (3).

Tous ces services méritent une compensation. Et si l'on songe à la véritable nature de celle-ci, on sera moins porté à la juger disproportionnée. La prime que paie un assuré à une Compagnie d'assurances représente non seulement la rémunération du service rendu, mais surtout le dédommagement des risques encourus. De même le bénéfice syndical paie non seulement la sécurité procurée à la société et aux acquéreurs, mais les risques encourus par le syndicat, risques qui sont en fait bien plus réels et plus étendus que le public ne le croit.

(1) Le syndicat peut même retarder de sa propre initiative l'émission pour éprouver l'affaire et n'offrir qu'une valeur de premier ordre. Ainsi lors de la fondation par le consortium des grandes banques allemandes de l'Ueberseebank à Buenos Ayres et de la Deutsch-Asiatische Bank à Shanghai, il avait été convenu que le syndicat conserverait les titres quelque temps en portefeuille pour ne pas compromettre en cas d'échec la réputation des banques fondatrices.

(2) Celui-ci par exemple se portant gérant d'affaires des souscripteurs futurs prendra une hypothèque pour leur compte et la fera inscrire en leur nom.

(3) Exemples récents dans les chemins de fer américains : Rosario, San Louis San Francisco, etc.

En effet, lorsque l'émission a échoué, les banquiers se garderont bien de le laisser paraître, ou tout au moins il sera très difficile de savoir la part pour laquelle ils sont restés, suivant l'expression anglaise, « stuck », collés. Si l'on pouvait pourtant construire la monographie des maisons financières, combien de crises et de krachs s'expliqueraient par l'échec de syndicats ! D'abord les banques qui ont engagé une part importante de leurs ressources dans l'émission malheureuse se trouvent immobilisées pendant longtemps et dans l'impossibilité de réparer par d'autres opérations plus fructueuses les pertes causées par celle-ci. Et cette paralysie peut entraîner, non seulement un manque à gagner, mais la ruine de ces maisons lorsque leurs services de caisse pris de court se trouvent privés des disponibilités sur lesquelles ils tablaient pour faire face à une échéance (1). Enfin, quand bien même les syndicataires auraient pu lever sans trop de peine leur part dans les laissés pour compte de l'association, les rachats de soutien des cours leur font courir un nouveau danger : pour ne pas laisser s'effondrer une valeur qu'elle a lancée, telle maison ravalera tous les titres jetés sur le marché et finira par périr étouffée et engorgée (2).

Il est d'ailleurs facile de citer des exemples de répartitions qui, sans avoir des conséquences aussi désastreuses, pesèrent lourdement sur les syndicataires. L'une des plus bruyantes dans ces derniers temps fut celle de l'emprunt argentin de 350 millions 4 1/2 0/0 or lancé en juillet 1911

(1) A moins qu'un autre syndicat ne consente à leur avancer l'argent liquide contre cession à des cours dépréciés ou prise en gage des titres.

(2) Ce fut la cause du krach des Baring de Londres en 1891.

par la Banque de l'Union Parisienne. Celle-ci avait formé (1) avec la banque espagnole de Rio de la Plata, le Crédit Mobilier Français, MM. Dreyfus et Cie, la Société centrale des banques de province, la Société marseillaise de crédit industriel et commercial, la Société Générale de Belgique et d'autres banques belges, un syndicat pourvu de nombreuses ramifications parmi les banquiers de province. La subite tension des rapports franco-allemands vint resserrer le marché au point de rendre le placement presque irréalisable ; si bien qu'en janvier 1912 les syndicataires étaient invités à prendre livraison des titres non placés dans la proportion d'environ 61 0/0 de leur part syndicale (2). Dans cette même année 1912, on a pu relever en Angleterre, où les émissions sont entourées de moins de mystère, de nombreux échecs syndicaux : en avril le syndicat de l'emprunt de 3 millions 3 1/2 0/0 du Gouvernement indien doit lever les 4/5 des titres ; en juillet, celui de l'emprunt New Foundland 85 0/0 ; dans les derniers mois de l'année, à la suite de la crise balkanique, l'emprunt 4 0/0 de la Province of Alberta laisse 75 0/0 aux syndicataires, celui de l'Etat du Queensland 21 0/0, celui de la Nouvelle Galles du Sud 52 0/0 ; sur les obligations du Canadian Northern Railway, les underwriters gardent 78 0/0, et sur celles de l'Etat de Rio de Janeiro 83 0/0 ; enfin la banque Crisp ne réussit à placer que 40 0/0 de l'emprunt de 5 millions que lui avait confié la nouvelle République chinoise. Et tous les banquiers

(1) Cf. le compte rendu de son assemblée générale du 4 mai 1912.

(2) D'après M. Chasseriau, *op. cit.*, p. 8, sur les 3.500.000 bons de l'Exposition de 1900 offerts au public, le syndicat de garantie dut en garder 1.490.000. Nous connaissons un cas où les syndicataires reçurent 99 0/0 de leur part syndicale.

de tous les pays sauraient bien allonger cette sommaire énumération (1).

III. — Est-ce à dire que la dîme perçue par les émetteurs est toujours rigoureusement proportionnée à ces services et à ces risques ? Nous n'avons jamais rien affirmé de tel mais cette critique atteint les émetteurs en prenant le mot au sens large, et il faut distinguer nettement parmi eux le prélèvement du syndicat de celui opéré par certains intermédiaires.

En effet, la prime syndicale proprement dite n'est pas en général très élevée. Elle oscille, nous l'avons vu, autour de 5 0/0 du prix de placement et dépasse très rarement 10 0/0. Il est vrai qu'au total l'ensemble de la commission perçue atteint parfois des sommes considérables en raison du nombre des titres à émettre. Mais qu'on considère, au lieu de tel syndicat isolé, l'ensemble de ceux auxquels dans le cours d'un exercice social participe une banque : dans tout commerce certains articles particulièrement rémunérateurs soldent les pertes subies sur d'autres ; de même dans le commerce d'argent les succès doivent compenser les échecs, et une partie des bénéfices syndicaux paie des frais généraux et des « profits et pertes ».

Comment, au contraire, ne pas s'élever contre les droits scandaleux que perçoivent certains intermédiaires dont l'intervention conserve un caractère douteux ? On sait en effet que dans le milieu financier les affaires trouvent rarement preneurs immédiats. Certains courtiers officieux ne vivent que du métier de rabatteurs : ils sont à l'affût de toutes les occasions, s'imposent aux promoteurs des entre-

(1) Emission de bons du trésor belge en juillet 1912, emprunts allemand et prussien en 1913, etc.

prises par de superbes promesses ou l'étalage de leurs relations sur le marché, se rétrocèdent les affaires en prélevant au passage de ruineuses commissions, et obligent finalement les banquiers qu'ils parviennent à convaincre à émettre les titres à un taux manifestement exagéré, ne leur laissant qu'un bénéfice modique. Parfois même, un financier puissant ou un groupe réussit à truster les opérations de telle catégorie ou de tel Etat, et pour traiter il faut passer par ses Fourches Caudines. Il n'est pas rare alors de voir 30 0/0 des sommes versées par le public happé par de soi-disant apporteurs dont l'intervention s'est bornée à apposer deux signatures. Là sont les vrais parasites, là est la cause de la maladie que le public, tenu soigneusement dans l'ignorance de ces manœuvres encore plus mystérieuses que celles des syndicats, impute à ces derniers, alors qu'ils en sont, généralement tout au moins, irresponsables.

Si nous avons bien fait comprendre le caractère et le mode d'intervention des syndicats, on admettra que le but à poursuivre est avant tout de mettre de la lumière dans les mœurs financières, et non de détruire les syndicats d'émission. C'est un organisme sain qui, manœuvré, honnêtement, donne des résultats d'une réelle valeur économique.

DEUXIÈME PARTIE

LES SYNDICATS D'ÉMISSION AU POINT DE VUE JURIDIQUE

Nous savons sous quelles formes successives sont apparus les syndicats d'émission et comment aujourd'hui ils naissent, vivent et disparaissent. Il nous faut maintenant examiner les questions juridiques qu'ils soulèvent et essayer d'interpréter par le droit les situations économiques que nous avons rencontrées.

La matière est complexe et l'étude en est difficile parce que nous nous trouvons dans un domaine où ne sont guère intervenus jusqu'ici que de purs praticiens de la finance ; profitant de la liberté entière que leur laissait la loi, et peu soucieux des constructions juridiques bien équilibrées, les banquiers ont façonné un organe qui s'adapte sans doute au mieux à leurs besoins, mais dont les contours fuyants se prêtent mal à tout effort de systématisation.

Aussi notre premier but doit-il être de rechercher si le syndicat d'émission rentre dans un cadre juridique préexistant ou s'il constitue une forme absolument nouvelle, en un mot de déterminer sa nature juridique. Disposant alors d'un point d'appui et d'un principe directeur, nous examinerons les différents rapports de droit qui peuvent unir les syndicaux entre eux, avec l'émetteur et avec le public,

puis les questions de responsabilité que soulève le caractère parfois suspect de l'opération syndicale. Enfin notre dernier titre étudiera s'il convient de prendre en cette matière certaines mesures législatives et dans quel sens elles devraient être dirigées.

TITRE PREMIER

STRUCTURE JURIDIQUE DU SYNDICAT

La signature mise par chaque syndicataire au bas de l'acte syndical constitue de sa part l'acceptation de l'offre, faite par le créateur du syndicat (1). Quelle est la nature du contrat ainsi parfait ?

La jurisprudence a eu bien des fois à examiner la question. En effet, dès que la chute d'une entreprise ou la banqueroute d'un emprunteur déclenchent la baisse d'une valeur, les détenteurs des titres s'efforcent de sortir du guêpier, où souvent leur imprudence seule les a entraînés, et de découvrir dans les opérations d'émission la source de quelque recours en responsabilité. Qu'est-ce que le syndicat dont ils découvrent bientôt l'intervention et qui paraît tenir dans l'émission le premier rôle ? Est-ce une personne morale susceptible d'être actionnée par les tiers, ou bien une étiquette posée sur un groupement de personnes individuellement responsables ? N'est-ce pas même une barrière inviolable derrière laquelle se retranchent les hommes de finance parce qu'ils s'y savent inaccessibles ? On sent la nécessité d'un principe directeur qui permette de donner à toutes ces questions une réponse cohérente.

(1) En raison de la rareté des procès à l'occasion des syndicats, les actes syndicaux ne sont jamais rédigés sur timbre. Si l'un d'eux était produit en justice, il serait par conséquent frappé de l'amende.

Mais il est certain que notre législation des sociétés commerciales, qui dans presque toute son étendue est assez ancienne, n'a pas prévu directement les syndicats d'émission. Quoiqu'au point de vue économique ceux-ci aient existé de tout temps, ils n'ont revêtu leur forme actuelle qu'après la loi de 1867 et principalement après la guerre. Nous ne pourrions donc procéder que par la méthode d'interprétation par analogie d'une part, et de l'autre, par l'examen de la jurisprudence.

Néanmoins nous avons rencontré de nombreuses formes de syndicats. Leur structure interne et leur nature juridique ne sont-elles pas différentes ? Ne convient-il pas de les étudier séparément ? Nous devons chercher en premier lieu s'il est possible de les répartir en plusieurs catégories fondamentales. Des éliminations successives nous persuaderont du contraire (chap. I) ; nous déterminerons alors quelle est la nature juridique du syndicat d'émission en droit français et en droit comparé (chap. II) ; enfin nous préciserons les caractères de l'objet du syndicat (chap. III).

CHAPITRE PREMIER

D'UNE CLASSIFICATION DES SYNDICATS D'ÉMISSION.

SOMMAIRE. — I. Classifications usitées dans la pratique. — II. Classifications énumératives. — III. Classifications fondées sur les rapports externes du syndicat : critique. — IV. Classifications fondées sur l'analyse des rapports internes : syndicat pour l'écoulement des titres, syndicat pour la prise et l'écoulement des titres : critique : elles sont inapplicables et insuffisantes. — V. Inutilité d'une classification des syndicats.

La plupart des auteurs qui se sont occupés des syndicats ont cherché à les répartir en groupements possédant des caractères communs ; de même la langue des affaires, dans un but de clarté, a dégagé des types généraux. Nous rangerons ces tentatives en quatre classes :

1° Les classifications usitées dans la pratique ; 2° celles qui n'ont qu'une valeur énumérative ; 3° celles fondées sur les rapports externes du syndicat : 4° celles fondées sur l'analyse de leurs rapports internes.

I. — Les praticiens ne s'occupent pas de la nature intime du syndicat ; ce qui leur importe, c'est d'indiquer aux syndicataires :

1° La nature de l'engagement qu'ils prennent. A cet égard le syndicat sera soit de *prise ferme*, ses membres se portant acquéreurs immédiats des titres, soit de *garantie*, les syndicataires n'acquérant que le stock resté implacé ;

2° L'étendue de leur engagement, c'est-à-dire le mode de

répartition du non placé : le syndicat revêtira soit la *forme parisienne*, soit la *forme lyonnaise*.

Nous n'insistons pas sur ces distinctions que nous retrouverons plus tard ; elles sont d'ailleurs établies sur des bases très étroites qui en rendraient prématuré l'examen à cette place.

Passons sur-le-champ aux classifications doctrinales.

II. — Ecartons tout d'abord parmi elles les classifications de valeur purement énumérative. Telle est celle de M. Chasseriau (1) qui distingue les syndicats simples commissionnaires de titres et les syndicats vendeurs pour leur propre compte. Ces derniers se divisent eux-mêmes, d'après lui, en syndicats constitués régulièrement, achetant ferme tout ou partie des titres émis et garantissant le prix des titres non souscrits par le public ; en syndicats où la garantie et le risque sont très atténués ; et en syndicats où ils n'existent plus du tout, la commission des syndicataires n'étant plus qu'une donation déguisée. De même M. Pic, dans son récent *Traité des sociétés commerciales* (2), énumère les syndicats de fondateurs qui souscrivent tout le capital d'une nouvelle société par actions, et ceux qui, sans souscrire, se forment avant d'introduire les titres dans le public pour arrêter les statuts, fixer le chiffre des avantages particuliers, etc. ; puis les syndicats de garantie qui comprennent, outre les fondateurs, les démarcheurs, courtiers de publicité, etc. ; les syndicats de garantie limitée à une quote-part, sauf option ; et les syndicats qui jouent le rôle d'intermédiaires de placement, sans s'engager à parfaire la souscription.

(1) P. Chasseriau, *Des syndicats d'émission de valeurs et de leur responsabilité*. Th. Paris, 1898, p. 14.

(2) P. Pic, *Des sociétés commerciales*. Paris, 1911, t. II, p. 215.

Mais quoique la pratique présente en fait ces différents syndicats, le syndicat d'émission est si protéiforme que toute énumération serait forcément incomplète. D'ailleurs, chaque jour se présentent des situations nouvelles auxquelles les financiers doivent adapter de nouvelles formes syndicales.

III. — M. Pic (1), étudiant les syndicats d'émission, à propos d'un procès en responsabilité intenté contre la Banque de Paris et des Pays-Bas, gérante de l'un d'eux, distingue :

1° Les syndicats qui portent à la fois sur la souscription et la revente ; le gérant y achète seul et revend seul les titres, et les syndicaux restent dissimulés derrière lui à tous égards.

2° Les syndicats dont les membres ont acquis eux-mêmes les titres mais les revendent par l'intermédiaire d'un gérant qui, s'il ne dissimule pas les syndicaux à la société, les dérobe aux yeux du public.

Dans ces deux cas, le public n'a d'action en responsabilité contractuelle que contre le gérant du syndicat.

3° Les syndicats simples courtiers, n'acquérant les titres qu'à garantie : auquel cas les tiers ne peuvent agir que contre la société et non contre le syndicat, son mandataire.

Cette classification vise les rapports du syndicat à la fois avec la société dont il émet les titres, et avec le public. En raison de cette apparente généralité, elle a été adoptée par beaucoup d'auteurs : M. de Pelsmacker (2) distingue les *syn-*

(1) P. Pic, note sous D. 96.2.481.

(2) P. de Pelsmacker, *Des associations commerciales en participation et des syndicats financiers*, Bruxelles, 1904, p. 45 s. et p. 63 s.

dicats d'achat (ou de souscription) et de revente, les syndicats de vente, et les syndicats de placement avec prime ou de garantie et applique cette répartition aussi bien à la question de propriété des titres syndiqués qu'à celle de la responsabilité contractuelle des syndiqués ; telle est aussi la base des classifications de MM. Rod. Rousseau (1), H. Mouret (2), Arthuys (3).

Et pourtant aucune des classifications construites sur ce type ne peut, à notre avis, conduire à des résultats utiles, parce qu'elles ont un point de départ erroné : elles mêlent les rapports du syndicat avec la société, avec le public et veulent déterminer les uns par les autres. Or ce sont là des éléments complètement indépendants et les modalités des premiers n'ont sur les seconds aucune influence. Les classifications se produisent quelques-unes des combinaisons qui se présentent, mais sont bien loin de donner toutes celles qui sont possibles ; à quoi bon tenter alors une énumération forcément incomplète ? Il semble bien en réalité que M. Pic, l'auteur du système, ait cherché seulement à préciser les divers degrés de responsabilité du syndicat. Réduite à cette portée la classification, pourvu qu'on n'en veuille pas déduire une trinité fondamentale des syndicats, est admissible. Encore suffisait-il de distinguer le troisième groupe, les syndicats de garantie, des syndicats de prise ferme ; la distinction entre les deux premières formes ne correspond qu'à des différences secondaires et n'aurait pas dû prendre place sur le même rang.

(1) R. Rousseau, *Des sociétés commerc. franç. et étrang.*, 4^e édit., Paris, 1911, t. I, n° 1675.

(2) H. Mouret, *Responsabilité des fondateurs et administr. de soc. anon.*, 2^e édit., Paris, 1907, n° 41.

(3) Arthuys, *Traité des sociétés commerciales*, Paris, 1906, t. I, n° 37.

IV. — En réalité, s'il est possible d'établir une classification rationnelle des syndicats, elle ne peut être construite en dehors des différents rapports de droit qui se forment entre les membres du syndicat en vue de l'émission. Aussi les plus récentes classifications tentées par la doctrine française et étrangère sont-elles parties de l'analyse des rapports internes entre syndicataires.

Elles aboutissent toutes à répartir les syndicats d'émission en deux catégories : *Begebungskonsortium* et *Uebnahme-und Begebungskonsortium*, propose en Allemagne M. von Ziegler (1), suivi de MM. Grzimek (2) et Fürth (3) ; *Sindacato di collocamento*, et *Sindacato di assunzione e collocamento*, dit en Italie M. Angeloni (4) ; ce que M. Thaller (5) traduit en *syndicat pour l'écoulement des titres seulement* et *syndicat pour la prise et l'écoulement des titres*.

Si l'on réunit les caractéristiques qui déterminent cette division, on obtient les deux formes syndicales suivantes :

1° *Le syndicat pour l'écoulement ou le placement des titres* (Syndikat zur Aktienbegebung, etc.) a un but unique ; il ne se forme pas pour acquérir les titres, mais seulement pour les placer ; à proprement parler il ne porte pas sur l'accomplissement de l'opération de placement et le partage des bénéfices, mais sur ce dernier seulement, c'est-à-dire sur la *mise en commun du seul résultat* (Vergemeinschaftung des Begebungsergebnisses).

(1) Von Ziegler, *Zur Frage nach der Rechtsnatur der Emissionskonsortien*, dans le *Holdheims Monatsschr.*, 1907, p. 26.

(2) G. Grzimek, *Die Rechtsgrundsätze der Begebungskonsortien*, th. Breslau, 1910, p. 29 s.

(3) H. Fürth, *Das Begebungskonsortium*, th. Breslau, 1911, p. 28 s.

(4) Angeloni, *op. cit.*, n°s 31 et 60.

(5) Thaller, *Syndicats*, p. 19 s. ; également L. Lacour, *Précis de dr. commerc.*, Paris, 1912, n° 424.

Cette structure s'explique par le mode de formation du syndicat. C'est une banque, l'*Emissionshaus* qui entre en rapport avec la société en voie de constitution ou d'augmentation de son capital ou avec l'emprunteur, prend l'affaire pour son propre compte à un cours déterminé (*Uebernahmecours, corso di assunzione*), puis, désireuse de diminuer ses risques, forme un syndicat de placement. En principe les membres de celui-ci n'ont aucun droit sur les titres (1) ; ils s'obligent seulement à les lever, si l'opération échoue, à un *cours syndical ou de cession* (*Ueberlassungscours*) généralement supérieur à celui qu'avait obtenu de son côté la banque initiatrice ; en revanche ils participent au bénéfice réalisé par le placement au-dessus de ce taux. L'*établissement chef* (*Consortialbildende Haus*) non seulement garde la gérance, mais dispose de pleins pouvoirs dans le syndicat. Et même chacun des syndicataires forme avec lui une société séparée sans qu'ils se trouvent unis entre eux par aucun lien ; de sorte que le gérant peut leur faire des conditions différentes et admettre à son gré de nouveaux membres, pourvu que le cours de placement reste le même.

2° *Le syndicat pour la prise et l'écoulement des titres* (*Uebernahme u. Begebungskonsortium*, etc.) a au contraire un double but : tous les syndicataires y participent aussi bien à l'acquisition qu'au placement des titres, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un gérant agissant pour leur compte. Il n'y a plus un *dominus negotii* qui cherche

(1) M. Thaller semble dire que le banquier chef leur vend sur le champ les titres (*op. cit.*, p. 24) ; mais c'est détruire l'harmonie du système. Les syndicataires n'ont que faire des titres, puisqu'ils ne participent pas à l'opération, mais seulement à ses résultats ; ceux-ci se traduisent vis-à-vis des syndicataires par une somme à encaisser en cas de réussite, par une somme à déboursier en cas d'échec, sans que la question de propriété joue un rôle quelconque.

des garants, mais une opération entreprise en commun par un certain nombre de banquiers; *le syndicat est décentralisé*. Et les conséquences de ce changement sont importantes. Les syndicataires sont cette fois des associés et par suite ont le droit d'exiger, sauf convention expresse, des conditions syndicales équivalentes; l'admission de nouveaux membres est soumise à l'approbation des associés, de même que toutes les décisions importantes, etc.

L'accord des doctrines étrangères et française serait, s'il était réel, un argument puissant en faveur de la classification que nous venons d'exposer. Mais en examinant les choses de plus près, on s'aperçoit que l'entente n'est qu'apparente.

En effet, dès qu'on cherche à appliquer en pratique la distinction, une difficulté se présente : les financiers ignorent cette opposition doctrinale entre certains syndicats s'occupant de la prise et du placement des titres et d'autres formés pour leur écoulement seulement. Quel critérium les auteurs fournissent-ils donc pour permettre l'application à chaque forme des règles qui lui sont propres ?

Ils s'accordent tous pour suivre les conventions des parties. Mais si ces conventions sont muettes ou, comme le plus souvent, sommaires et incomplètes, chacun propose un système différent, et nous tombons dans l'incertitude la plus grande.

Ainsi M. Grzimek déclare que le syndicat a pour but le résultat de l'affaire seulement, et non l'opération elle-même, quand le gérant agit sans représenter ses associés, par exemple, lorsqu'il signe seul le prospectus ; le syndicat est au contraire du second type si le gérant agit vis-à-vis de la société ou du public pour compte du syndicat, ou si tous les associés traitent directement ; encore les membres d'un

syndicat de simple placement peuvent-ils recevoir les souscriptions à leurs guichets (als Zeichenstellen tätig sein) sans altérer la nature de leur groupement. Pour M. Fürth, le caractère essentiel du syndicat de placement réside dans la situation prépondérante du gérant, celui du syndicat de prise et placement dans l'égalité fondamentale des associés quant à la direction ; de plus on peut présumer qu'une émission par ventes successives en Bourse, qui demande une discipline très stricte et une gérance disposant de larges pouvoirs, est faite par un syndicat du premier type, alors que celui du second type se prête très bien à l'émission par souscription publique, où il est avantageux d'atteindre la plus large clientèle possible. M. Angeloni attache grande importance au lien qui unit chaque syndicataire au seul gérant dans le premier cas, à tous les associés dans le second. Enfin, d'après M. Thaller, il suffira de déterminer si le gérant est vis-à-vis des syndicataires vendeur ou commissionnaire d'achat des titres syndiqués pour être fixé sur la nature du syndicat (1).

Mais ces divergences seraient peu de chose si à l'usage ces critères ne se révélaient aussi insuffisants les uns que les autres : les signatures mises au bas du prospectus ne prouvent rien ; car les membres du syndicat de simple placement peuvent être indiqués comme lieux de réception des souscriptions et, par conséquent, apparaître sur le prospectus, et inversement ceux du syndicat de prise et placement peuvent ne pas le signer et charger le gérant d'agir *suo nomine*, comme un commissionnaire de vente. De même il arrivera que le gérant signe seul le traité avec la société quoiqu'il agisse pour compte d'un syndicat de prise et pla-

(1) Pour M. Angeloni, *op. cit.*, le gérant n'est jamais ni commissionnaire (p. 119, note 1), ni vendeur (n° 41) vis-à-vis de ses associés.

cement. La situation plus ou moins prépondérante de la gérance ne servira pas davantage ; les syndicataires de placement peuvent avoir conservé le droit de contrôler la direction et d'exiger des comptes, et ceux de prise et placement avoir renoncé à toute ingérence de cette nature : « Il arrive, dit M. Grzimek lui-même (p. 33), que l'acte syndical attribue à la gérance du second type, la conduite exclusive de l'affaire et de la réalisation du but syndical, de sorte que sa situation est aussi prépondérante que celle du gérant du premier type. » S'attacher au mode d'émission, c'est prendre le contenant pour le contenu, alors qu'ils sont souvent très différents ; d'ailleurs l'émission à date fixe est accompagnée de rachats pour soutenir les cours qui y rendent une forte centralisation aussi utile que dans les cas d'émission en Bourse. Le lien entre les syndicataires reste le plus souvent invisible. Quant à la qualité de vendeur ou de commissionnaire prise par le gérant, comment la déterminer ? D'après le contrat ? Mais il ne dit rien. D'après la rémunération du gérant ? Mais le banquier chef reçoit presque toujours une commission, fixée par une clause syndicale, pour ses frais de gestion, et cela quelle que soit sa qualité ; si, en outre, il opère, comme le cas est fréquent, d'autres prélèvements, on ne voit guère sur quelles bases déterminer s'ils constituent un supplément de commission ou un prix de vente.

Et on chercherait en vain, à notre avis, à préciser davantage ces deux types qui nous semblent façonnés sur un plan purement théorique. La pratique ne les distingue pas, ou plutôt elle en connaît en même temps une infinité d'autres. A côté des deux formes indiquées, il y a des syndicats où le gérant prend l'affaire pour son propre compte et où pourtant, dans le syndicat qu'il forme, tous les

syndicataires sont réciproquement associés ; d'autres où le gérant agit pour compte des syndicataires et où le syndicat est pourtant composé d'une série agglomérée de petites sociétés indépendantes. Ajoutons que certains syndicats d'émission ne se forment pas pour la prise des titres et ne méritent pourtant pas le nom de syndicat de simple placement, si l'on entend par là que ses membres n'ont part qu'aux résultats de l'opération, non à l'opération elle-même : ainsi en est-il d'un syndicat formé pour écouler leurs titres entre les souscripteurs primitifs d'une société constituée par « fondation simultanée ».

V.— Nous ne prétendons pas par conséquent que les deux types proposés n'existent pas ; dans une matière aussi complexe toutes les modalités sont possibles ; seulement nous croyons qu'au lieu de constituer des corps simples, ce sont des combinaisons d'éléments indépendants qui, sous d'autres proportions, peuvent former des composés différents. Mais alors, non seulement il est arbitraire de grouper tous les syndicats d'émission sous ces étiquettes incomplètes, mais encore la tentative est inutile et dangereuse : inutile parce qu'elle ne peut nous éclairer sur l'essence du syndicat, dangereuse parce qu'elle risque de faire croire à une fausse dualité fondamentale.

Au reste, si l'on remonte aux origines de cette classification, on constate que son application à notre droit résulte d'une confusion. Imaginée par la doctrine allemande, elle lui a été empruntée par la doctrine italienne, d'où elle a passé dans la nôtre ; mais autant elle se justifiait dans la première, autant son introduction dans les deux autres est illogique.

En Allemagne, comme nous le verrons au chapitre sui-

vant, les modifications législatives survenues dans les dernières années du xix^e siècle ont entraîné la disparition du cadre juridique auquel s'était jusqu'ici plié le syndicat d'émission. Les articles 266 et suivants de l'ancien Code de commerce organisaient la société d'occasion (*Gelegenheitsgesellschaft*) très voisine de notre association en participation ; construite comme un groupement de sociétés indépendantes rayonnant autour d'un associé principal, cette forme était très souple ; aussi la pratique l'avait-elle adoptée et les banquiers se contentaient de former des syndicats de simple placement (1). Aujourd'hui la société d'occasion n'est plus prévue par la loi, et les syndicats forment en principe des sociétés civiles régies par le droit commun, ce qui leur donne la structure plus décentralisée des syndicats de prise et placement. Mais comme les conventions des parties peuvent rétablir l'ancien système, il importe, en droit allemand, de distinguer entre les deux types : l'esprit dans lequel le syndicat est conçu et les principes qui dirigent son fonctionnement seront très différents ; encore faut-il reconnaître que le type du syndicat de simple placement n'offre plus guère qu'un intérêt historique, car tous les syndicats modernes ont adopté l'autre structure (2).

En tous cas, si la distinction offre encore en Allemagne une utilité restreinte, dans la législation française elle n'en présente aucune. Elle est incapable, nous l'avons vu, de nous présenter une image complète de la physionomie des

(1) Sydow, *Ueber Consortien oder sogenannte Syndicate*, dans le *Zeitschr. f. d. ges. Handelsrecht*, t. 19, p. 427 ; Ach. Renaud et Laband, *Das Recht der stillen Gesellsch.*, Heidelberg, 1885, p. 206 ; *R. O. H. G.*, 18 mars 1874, t. 13, p. 306 s.

(2) Grzimek, *op. cit.*, p. 32 ; J. Worrings, *Die Emissionskonsortien*, th. de Heidelberg, Leipzig, 1910, p. 11.

syndicats d'émission ; elle ne peut avoir davantage d'importance à l'égard des principes qui les régissent, car leur nature juridique, nous le verrons dans notre prochain chapitre, est une, et les syndicats de placement sont soumis aux mêmes règles que ceux de prise et placement (1).

Nous croyons superflu, dans ces conditions, de chercher plus longtemps à classer les syndicats. Les nombreuses modalités qu'ils présentent, nous les étudierons à mesure que nous les rencontrerons, mais seulement après avoir établi les fondations d'une construction juridique plus générale où elles logeront à l'aise.

(1) Peu importe, quant à la nature du syndicat, que les titres soient la propriété du gérant ou des syndicaux ; aussi les observations que fait M. Angeloni (n^{os} 69 et suiv.) ne valent que pour le droit italien, où l'article 236 du Code de commerce affecte la propriété des apports au gérant de la participation.

CHAPITRE II

NATURE JURIDIQUE DU SYNDICAT D'ÉMISSION.

SOMMAIRE. — I. Données du problème. — II. Le contrat syndical, contrat d'achat et de commission ; critique. — III. Le syndicat est une société. Est-ce une société commerciale non publiée, particulièrement une commandite ? Non, motifs. Aucun syndicat en France ne correspond davantage à la société anonyme par quotités, comme en droit italien. — IV. Le syndicat association en participation : il est temporaire, occulte, dépourvu de capital social ; réfutation des objections. — V. Jurisprudence.

Appendice. — Nature juridique du syndicat d'émission en droit comparé : Belgique, Italie ; le droit allemand avant et après le nouveau Code civil.

I. — Déterminer la nature juridique du syndicat d'émission, c'est faire la synthèse des faits que nous avons relevés en exposant dans notre première partie les pratiques syndicales. Groupons donc d'abord les conditions que devra remplir l'organe juridique correspondant aux syndicats, précisons le contenu auquel il faut chercher un cadre approprié.

Au point où nous en sommes, nous ne pouvons encore donner du syndicat d'émission qu'une définition très imparfaite : il se présente à nous comme un groupement de personnes, le plus souvent de banquiers, formé dans le but d'introduire sur le marché des actions ou obligations à compte commun.

À l'égard des tiers, comment apparaît-il ?

1° Vis-à-vis de la société dont les titres font l'objet de l'émission, tantôt le gérant du syndicat opère seul en dissimulant derrière lui les syndicaux ; tantôt ces derniers traitent eux-mêmes l'affaire.

2° Vis-à-vis du public, il en est de même : le placement est opéré soit par le gérant seul, soit par chacun des syndicaux.

Que savons-nous maintenant du mécanisme interne du syndicat ?

1° Au point de vue des rapports entre syndicaux, nous savons qu'il y a parfois des assemblées de syndicaux et des délibérations communes pour prendre les décisions importantes ; que plus souvent, les syndicaux s'ignorent totalement et ne sont en rapports qu'avec le gérant du syndicat, ce qui suppose qu'aucun lien n'existe entre eux.

2° Au point de vue de l'étendue de l'engagement assumé par chacun, souvent une clause de l'acte syndical le limite expressément au montant de sa participation ; mais même en l'absence d'une pareille clause formelle, l'intention de tous les banquiers signataires est toujours en pratique de ne pas s'engager *ultra vires*.

3° Quant à la question de propriété des titres, il semble que tantôt le syndicat s'en porte acquéreur ferme et immédiat, tantôt il ne fournit que la garantie de lever le stock implacé. En tout cas, c'est le gérant du syndicat qui seul reçoit les titres des mains de l'émetteur, et il ne les distribue aux syndicaux qu'en cas d'échec du placement.

Il faut encore ajouter deux traits complémentaires :

1° La durée du syndicat est momentanée comme les opérations qu'il vise.

2° Son objet est commercial, car la formation du syndi-

cat et ses opérations constituent des opérations de banque qui rentrent dans l'énumération de l'article 632, alinéa 4, du Code de commerce.

Comment synthétiser ces caractères complexes ?

II. — *Le contrat syndical, contrat d'achat et de commission. — Critique.* — Les praticiens sont souvent portés à analyser l'opération de la manière suivante :

Le gérant du syndicat, quand il traite seul avec la société, acquiert les titres, puis les revend aux syndicataires ; ou bien, quand ceux-ci entrent directement en rapports avec l'émetteur, ils les acquièrent pour leur compte. Telle est la première partie de l'opération. La seconde consistera en un mandat donné au gérant, par les syndicataires devenus propriétaires des titres, de placer ces derniers au meilleur compte dans le public ; le gérant, sera donc, au point de vue de l'écoulement des titres, commissionnaire de vente dissimulant derrière lui ses commettants. Si l'opération réussit, il leur remettra les bénéfices ; si elle échoue, faute de pouvoir remplir son mandat, il restituera les titres qui lui avaient été confiés en dépôt.

Ceci quand il s'agit d'un syndicat de prise ferme. Le syndicat n'est-il que de garantie, le mécanisme est à peu près le même : les syndicataires acquièrent les titres du gérant ou de l'émetteur, mais sous la condition suspensive de l'échec du placement dont est chargé le gérant.

Les auteurs étrangers réfutent vigoureusement cette opinion (1) en s'attachant surtout à démontrer que les syndi-

(1) Sydow, *op. cit.*, p. 436 s. ; Lastig, dans le *Endemann's Handbuch*, 1881, t. I, p. 772 ; Thiwissen, *Das Emissionsgeschäft*, Crefeld, 1900, p. 58 s. ; Ring, *Das Reichsgesetz beitr. die Kommanditgesellsch. auf Aktien*, 2^e édit., Berlin, 1902, p. 179 s. ; A. Laskau, *Die Emission*

cataires ne deviennent pas propriétaires des titres et que le gérant ne joue jamais le rôle de vendeur à leur égard. Nous renvoyons à plus tard l'étude de ce point, qui nous semble rentrer dans les rapports internes des syndicataires, et dont la solution immédiate n'est pas nécessaire.

Mais l'analyse précédente ne nous en paraît pas moins inacceptable. Elle veut réduire le fonctionnement du syndicat à l'accomplissement d'un contrat de commission, ce qui est une explication insuffisante.

Non pas, comme le dit Sydow, parce que le mandat ainsi donné serait irrévocable. Sans doute le prétendu mandant, une fois entré dans le syndicat, ne pourrait plus empêcher le placement. Mais la jurisprudence admet que, quand le mandat a été donné dans l'intérêt commun du mandant et du mandataire, ou s'il fait partie d'une convention synallagmatique, il ne peut être révoqué qu'en vertu d'un accord des contractants (1). Quand le gérant a vendu les titres aux syndicataires, on peut dire que cette vente avait pour cause juridique le mandat de revendre que devaient lui confier les syndicataires : le mandat est irrévocable comme élément d'une convention synallagmatique. Quand ce sont les syndicataires qui ont eux-mêmes acquis les titres, le gérant qui les a groupés en syndicat possède dans l'opération un intérêt personnel. Par conséquent le mandat pourrait être irrévocable, sans même qu'il y ait

von Aktien in ihrer rechtlichen Bedeutung, Grünberg, 1906, p. 25 s. ; Von Ziegler, *loc. cit.*, p. 27 ; Navarrini, *Delle società ed associazioni commerciali*, nos 41 et 42 ; Grzimek, *op. cit.*, p. 37 ; Worrings, *op. cit.*, p. 6 ; Fürth, *op. cit.*, p. 17.

(1) Mandat dans l'intérêt commun : Amiens, 28 janvier 1892. D. 93.2.159 ; convention synallagmatique, Pau, 26 novembre 1893, S. 94.2.71.

besoin, comme le veulent Laskau et Angeloni, d'une clause expresse.

Mais la construction proposée néglige certains éléments dont elle ne peut faire abstraction sans dommage.

Sans doute elle répond bien au caractère occulte que revêt dans la plupart des cas le syndicat et à la limitation de l'engagement des syndicaux. Mais elle laisse dans l'ombre leurs rapports internes. Aucun trait ne rapprocherait, d'après elle, les syndicaux, sinon d'avoir choisi un mandataire commun. Explication insuffisante et lien trop fragile : car, non seulement il s'établit parfois entre eux des rapports réciproques, mais, même au cas où chacun d'eux n'est entré en relations qu'avec le gérant, celui-ci n'accomplit pas autant de ventes séparées qu'il y a de paquets de titres appartenant à chaque membre du syndicat : il réalise la masse des actions dans l'intérêt commun sans se préoccuper de leurs propriétaires, de sorte que « le syndicaux n'a pas gagné son bénéfice quand ses propres actions sont écoulées, mais seulement quand toutes les actions à placer ont été introduites sur le marché (1) ». Quel serait ce commissionnaire qui ne paierait à son commettant les gains faits sur la vente des objets déposés que s'il parvenait à réaliser tout le reste du stock de marchandises de son magasin ? A vrai dire, une pareille convention est possible ; on peut même donner à la rigueur cette portée à la clause usuelle des actes syndicaux d'après laquelle, « si tous les titres faisant l'objet du syndicat n'étaient pas placés à la liquidation de ce dernier, le solde serait réparti entre les syndicaux ». Mais alors le commettant est quelque chose de plus, il devient l'associé du commissionnaire (2)

(1) Laskau, *op. cit.*, p. 27. — Cf. aussi Ring, *op. cit.*, p. 179 ; Angeloni, *op. cit.*, p. 30.

(2) Von Ziegler, *loc. cit.*, p. 27.

III. — *Le syndicat est une société. De quelle nature?* — Quelle est donc la nature du lien social que le syndicat fait naître entre certains de ses adhérents?

On pourrait, au premier abord, penser que les syndicaux se sont groupés, pour écouler les titres qu'ils possèdent, en une société civile dépourvue de personnalité morale par suite de son caractère occulte. Mais nous savons que le syndicat ne peut être qu'une société commerciale, son objet étant une opération commerciale.

Alors, puisqu'il n'apparaît pas aux yeux des tiers, deux solutions seulement sont possibles :

1° Ou c'est une société commerciale non publiée.

2° Ou c'est une association en participation, que l'article 50 du Code de commerce dispense de la publicité imposée aux sociétés commerciales.

Le syndicat société commerciale non publiée. — Le syndicat paraît bien constituer une véritable société, car on y trouve réunis les trois caractères fondamentaux que la doctrine a dégagés de l'article 1832 du Code civil :

1° L'*affectio societatis*, soit entre tous les syndicaux, soit entre chacun d'eux et le gérant.

2° Une participation de tous aux bénéfices et une contribution de tous aux pertes.

3° Une mise d'apports en commun, qui consiste soit dans le versement que fait chaque syndicaux lors de son entrée dans le syndicat, soit dans le risque éventuel de prise des titres assumé par les associés et dans l'action *pro socio* ouverte par là à chacun d'eux contre les autres (1).

Dans quelle classe de sociétés rentre alors le syndicat?

Il ne peut constituer une société de capitaux, car aucun

(1) Thiéissen, *op. cit.*, p. 61; R. O. H. G., 10 mars 1874, t. XIII, p. 312; Worrings, *op. cit.*, p. 8.

des critères proposés comme signes distinctifs de l'action ne peut s'appliquer à lui : le syndicaire souscrit une part syndicale, c'est-à-dire soit une quantité déterminée de titres, soit à concurrence de telle somme ; or cette participation n'est, comme nous le verrons plus tard, ni négociable, ni cessible ; sans doute chaque associé peut rétrocéder sa part à des tiers, mais il reste toujours engagé personnellement et les sous-syndicaires ne sont que ses croupiers. L'engagement syndical constitue donc, d'après la définition de la présente jurisprudence (1), une part d'intérêt.

Parmi les sociétés par intérêt, il nous faut encore éliminer la société en nom collectif. Non pas à cause de l'absence de raison sociale, car celle-ci, introduite dans l'intérêt de la société, est facultative (2), et ici le syndicat a évidemment avantage à agir par l'intermédiaire du seul gérant. Mais les associés en nom collectif se trouvent responsables *in infinitum* et sur tous leurs biens des engagements sociaux, alors que, comme nous l'avons vu, les syndicaires n'entendaient expressément ou tacitement, se lier que dans la mesure de la part syndicale par eux souscrite.

Dans ces conditions, il faudrait considérer le syndicat comme une *commandite par intérêt*, où le gérant serait le commandité qui paraît seul aux yeux des tiers, et les syndicaires les commanditaires tantôt groupés autour de lui en une société unique, tantôt formant divisément avec lui une série de petites sociétés. Il est vrai que cette ou ces sociétés seraient entachées de nullité pour défaut de publicité. Mais peu importe, car personne ne songerait à

(1) Req., 9 février 1887, D. 87.1.439 ; 5 novembre 1888, D. 89.1.453.

(2) Cass., 10 août 1859, D. 59.1.360 ; Lyon-Caen et Renault, t. II, n° 149 ; Pic, *Trailé*, t. I, n° 392.

poursuivre cette sanction : la faute, étant imputable au seul gérant, ne donnerait pas aux créanciers sociaux une action solidaire et indéfinie contre les commanditaires (1) ; au contraire, la dissolution prématurée du syndicat aboutirait à une répartition onéreuse des titres entre ses membres.

Ainsi la structure de la société en commandite par intérêt paraît cadrer très bien avec l'opération syndicale, particulièrement avec le caractère limité de l'engagement des syndicaux, et l'absence de publicité, tout en expliquant le caractère occulte du syndicat d'émission, n'est pas un obstacle à son fonctionnement.

Critique. — Pourtant, nous ne pouvons admettre la construction proposée.

Non pas, comme le dit Angeloni (*op. cit.*, n° 44), parce que le gérant du syndicat y possède des pouvoirs incompatibles avec l'existence d'un lien social. S'il peut admettre de nouveaux syndicaux sans l'assentiment des autres associés, c'est que, comme nous l'avons déjà vu, les membres de beaucoup de syndicats ne sont associés qu'avec le gérant et non entre eux. Et l'étendue de ses pouvoirs peut s'expliquer par la nature même de l'opération syndicale, qui exige une direction très centralisée et très puissante.

Mais en premier lieu, la fonction économique générale de la commandite par intérêt ne concorde pas du tout avec celle du syndicat ; celle-là est une association du capital et du travail formée pour une entreprise de longue haleine ; celle-ci est une union de financiers de durée momentanée et constituée pour une unique opération, ce que l'ancien Code de commerce allemand qualifiait de « Vereinigung

(1) Cass., 30 janvier 1893, D. 93.1.224 ; Thaller, *Traité*, n° 367 ; Pic, *Traité*, t. I, n° 293.

zu einem einzelnen Handelsgeschäfte für gemeinschaftliche Rechnung.

Surtout il manque au syndicat deux éléments inhérents non seulement à la commandite, mais à toute société commerciale :

1° La publicité est imposée par la loi à toute société commerciale ; elle est sinon de leur nature, du moins de leur essence ; son absence est anormale. Au contraire, ici « les formes extrinsèques de publicité non seulement sont omises et négligées, mais ne doivent pas et ne peuvent absolument s'accomplir » (1). La condition d'existence et de succès du syndicat est de rester dans le secret le plus absolu : l'absence de publicité est de l'essence du syndicat.

2° Mais un élément plus important encore fait défaut. Toute société comporte des apports mis en commun pour constituer un capital social qui lui permettra de fonctionner ; que ces apports soient faits en argent, en nature ou en industrie, il y a formation d'une masse collective distincte du patrimoine des associés. Or, on ne peut découvrir trace dans le syndicat d'une semblable individualisation d'un capital.

a) Examinons en premier lieu le cas où le gérant du syndicat est seul entré en rapports avec le syndicat et a pris en son propre nom les titres à sa charge. Nous verrons plus tard que, dans ce cas, il peut en repasser la propriété aux syndicataires soit à titre de vendeur, soit à titre de commissionnaire, suivant qu'il a agi pour son compte ou pour compte du syndicat.

De quoi se trouve alors constitué le capital social ? De la somme des mises de chaque participant ? Mais le plus souvent les syndicataires n'ont à faire, lors de leur entrée dans

(1) Angeloni, *op. cit.*, n° 45.

le syndicat aucun versement ; le gérant se contente de débiter provisoirement leur compte du prix des titres. Quelquefois pourtant il ne leur fait qu'une ouverture partielle de crédit et exige le versement immédiat d'une fraction de leur part syndicale parce qu'il a dû faire lui-même à l'émetteur une grosse avance dont il veut se couvrir sur-le-champ ou bien que, se méfiant des syndicataires, il juge prudent d'exiger un versement préalable de garantie, des arrhes (1). Mais dans les deux cas, que les syndicataires restent débiteurs du prix total ou en versent une partie, il n'y a pas formation d'un capital social ; l'engagement qu'ils prennent ou le versement qu'ils effectuent entre dans le patrimoine personnel du gérant sans former un apport dans la masse (2).

Faut-il donc admettre que les titres dont les syndicataires ont ainsi acquis la propriété, sont apportés par eux à une caisse commune, et que le capital social est formé de ce groupement ? Ce n'est pas davantage admissible. Pour opérer le placement, suivant les cas, chaque participant rétrocède ses titres au gérant ou en reste propriétaire ; ou même dans certaines hypothèses, les titres des syndicataires sont groupés de façon à former une indivision. Mais il n'y a pas de capital social. Le caractère essentiel de ce dernier est d'avoir une personnalité propre, de vivre indépendamment du patrimoine des associés, de sorte que les créanciers sociaux aient sur lui un droit de préférence vis-à-

(1) Eod. sens. Sydow, *op. cit.*, p. 450 ; Von Ziegler, *op. cit.*, p. 28.

(2) La sentence du R. O. H. G. (t. XIII, p. 412) citée plus haut considère que le syndicataire qui ne fait aucun versement n'en fournit pas moins un apport appréciable, car « le fait de prendre à sa charge le risque de la réalisation des actions et de s'exposer à l'action *pro socio* constitue une prestation patrimoniale » Il y a bien en effet Vermögensobjekt, mais qui ne bénéficie qu'au gérant : ce n'est donc pas un apport.

vis des créanciers personnels. Or, ici, les créanciers sociaux n'existent pas, puisque personne n'agit au nom du syndicat ; d'ailleurs les créanciers personnels ne pourraient se voir opposer ce droit de préférence dans une société commerciale non publiée (1). Par conséquent, les titres restent toujours propriété individuelle ou indivise, mais ne deviennent jamais propriété sociale.

b) Si nous passons à l'hypothèse où les syndicataires ont traité directement avec l'émetteur, ont acquis les titres et se sont ensuite groupés en syndicat pour les écouler dans le public, il en est de même. Les titres qu'ils syndiquent ne forment pas davantage un capital social, mais ou restent leur propriété, ou deviennent celle du gérant, ou forment un patrimoine indivis.

M. Angeloni (*op. cit.*, n^{os} 88 et suiv.) déclare pourtant qu'il est des formes syndicales où l'on peut découvrir un véritable capital social : à savoir dans certains « *syndicats de vente et de résistance* », c'est à-dire dans les syndicats qui se proposent de soutenir les cours d'une valeur tout en écoulant autant que possible le paquet que possèdent les syndicataires. Ce capital serait composé des titres que chacun de ceux-ci dépose auprès de la direction du consortium et des sommes que cette dernière est autorisée à emprunter au nom du syndicat, afin d'opérer au besoin des rachats sur le marché (2).

(1) On sait que dans les sociétés civiles au contraire, depuis que la Cour de cassation a reconnu leur personnalité morale (23 février 1891, D. 91.1.337), les créanciers sociaux possèdent un droit de préférence malgré l'absence de publicité.

(2) Ces syndicats ne sont pas, on le voit, des syndicats d'émission. Nous ne pouvons néanmoins les laisser absolument de côté, car, sauf qu'ils empruntent généralement un fonds de roulement en donnant en gage les titres syndiqués, leurs opérations sont voisines

Ce qui détermine M. Angeloni à voir dans les titres syndiqués un capital social, c'est : *a*) qu'ils se distinguent aussi bien du patrimoine du gérant que de celui des apporteurs, puisqu'ils forment une masse individualisée susceptible d'être donnée en gage ; *b*) et, d'autre part, que le Comité gérant a le droit d'agir, au moins vis-à-vis de la société dont il soutient les cours, en la même qualité que les administrateurs d'une société, c'est-à-dire à titre de mandataire, au nom du syndicat et sans s'engager personnellement. Aussi notre auteur voit-il dans les syndicats de cette nature des sociétés anonymes d'une forme spéciale, prévues au Code de commerce italien sous le nom de sociétés anonymes par quotités (1).

En France, la loi du Timbre du 5 juin 1850, article 14, a également reconnu la légalité des actions de quotité ; mais nous croyons inutile de recourir au système imaginé par M. Angeloni. D'abord, du fait que le gérant opère au nom du syndicat, il est exagéré de déduire que celui-ci jouit de la personnalité morale et peut agir par procureur ; nous verrons au titre II qu'en pareil cas l'engagement pèse, non sur le patrimoine social du syndicat, mais sur le patrimoine propre de chacun de ses membres. Il est vrai que les titres syndiqués peuvent être donnés en gage ou en garantie ; mais, réunis en un patrimoine indivis et chacun des indivisaires se portant garant dans la mesure de sa quote-part, ils pourraient être utilisés d'une manière identique, et nous verrons que l'association en participation dans notre droit (2),

de celles des syndicats de placement, et on pourrait être tenté de les assimiler.

(1) Cf. Vivante, *Traité de dr. comm.*, trad. Escarra, t. II, n^{os} 414 et 458.

(2) En droit italien nous avons au contraire déjà vu que seul le

avec les extensions successives qu'y a apportées la jurisprudence, n'exclut pas l'indivision. Il nous paraît donc inutile, pour quelques espèces particulières, d'introduire le concept de société anonyme qui, au point de vue économique, jure entièrement avec le but du syndicat.

Aussi, renonçant à ranger les syndicats d'émission parmi les sociétés commerciales non publiées, nous recourons à la seule solution qui reste possible après ces éliminations successives.

IV, — *Le syndicat d'émission constitue une association en participation.* — La loi française ne définit pas l'association en participation : l'article 48 du Code de commerce déclare seulement qu'elle est « relative à une ou plusieurs opérations de commerce » et qu'elle a lieu « pour les objets, dans les formes, avec les proportions d'intérêt et aux conditions convenues entre les participants ». Mais la jurisprudence et la doctrine ont dégagé un type d'association dont les caractères semblent convenir parfaitement au mécanisme syndical.

1° Longtemps la jurisprudence et la doctrine (1) n'admettent comme associations en participation que celles relatives à une ou plusieurs opérations de commerce de durée momentanée. « La société en participation, disait Regnault de Saint-Jean-d'Angely dans l'Exposé des motifs du Code de commerce, n'est qu'un acte passager, qu'une convention qui s'applique à un objet unique (2). » Aujourd'hui ce sys-

gérant est propriétaire des apports dans l'association en participation ; aussi une construction distincte pouvait, dans l'espèce, paraître nécessaire.

(1) Pardessus, *Dr. comm.*, t. IV, n° 1046 ; Bordeaux, 31 août 1831, S. 32.2.19.

(2) Locré, t. XVII, p. 350.

tème est abandonné ; néanmoins, en l'absence dans la loi française d'une forme analogue à l'association momentanée belge, il faut reconnaître que la participation est le plus souvent utilisée pour des opérations de courte durée et que sa principale fonction économique est restée celle que nous indiquent les travaux préparatoires du Code. A ce point de vue elle cadre bien mieux avec le but essentiellement temporaire du syndicat d'émission, que toutes les autres constructions proposées.

2° La jurisprudence et la doctrine actuelles ont adopté un autre critérium (1). Ce qui caractérise la participation, c'est que, n'étant pas révélée aux tiers, elle n'a pas d'existence à leur égard, elle est occulte, elle n'a pas de personnalité morale. Le gérant y contracte généralement en son propre nom avec les tiers. Puis dans l'intérieur de la société il y a lieu à un règlement de comptes par lequel, suivant les cas, le gérant rétrocède à ses associés les biens qu'il a acquis, ou se contente de leur communiquer les résultats de l'opération et de partager avec eux les bénéfices et les pertes. Mais toutes ces conventions n'intéressent pas les tiers qui n'acquièrent de droits et ne contractent d'obligations que vis-à-vis de celui avec qui ils ont traité.

Il n'en est pas autrement dans le syndicat ; le gérant y apparaît souvent seul en nom, en dissimulant derrière lui les syndicataires avec qui il partage ensuite soit les résultats de l'affaire, soit l'affaire elle-même (2). Ainsi s'explique

(1) Cass., 21 mars 1876, S. 79.1.454 ; G. Poulle, *Traité des associations en participation*, Paris, 1887, n° 12 ; Lyon-Caen et Renault, t. II, n° 1053 ; Thaller, *Traité*, n° 476.

(2) Lorsque l'emprunteur donne une hypothèque en garantie, elle est constituée en général au profit du représentant des obligataires, et non en celui du syndicat qui n'a pas de personnalité et devrait

le caractère occulte du syndicat sans qu'il soit nécessaire de recourir à l'idée d'une irrégularité dans sa constitution.

Il est vrai que le syndicat n'opère pas toujours dans un aussi grand secret. Parfois le gérant traite avec la société qui a recours à lui « au nom du syndicat » ; chaque syndicalaire peut aussi acquérir personnellement les titres à placer, et même chacun d'eux en général participe à l'introduction sur le marché. De sorte que le syndicat déborde un peu les cadres de la participation du droit commun. Mais s'il y apporte quelques dérogations, aucune ne viole les principes essentiels de la matière.

En effet, la clandestinité de la participation ne comporte pas que les tiers ignorent l'existence de celle-ci (1) ; elle interdit seulement à ses membres d'agir conjointement ou par mandataire commun ou comme mandataire les uns des autres, ou bien de laisser croire par leur conduite à leur engagement collectif. Et au cas où les participants ne respectent pas cette interdiction, l'association ne perd pas son caractère : « On ne saurait dire, dit M. Vavasseur (2), qu'une association en participation régulièrement constituée avec ses véritables caractères dégénère virtuellement en société en nom collectif par le fait des agissements ultérieurs de ses associés, et doive par exemple être annulée par défaut de publication. Si à l'origine les parties ont voulu créer une participation, les faits postérieurs à l'acte qui a exprimé

prendre inscription au nom de chacun de ses membres. Si ceux-ci, ayant dû absorber tout ou partie des titres syndiqués, invoquent l'hypothèque, ils agissent à titre d'obligataires et non de syndicalaires. — Cf. Cotelle, Du contentieux des emprunts amortissables, *Rev. trim. de dr. civ.*, 1906, p. 9 s.

(1) Douai, 15 juillet 1893, *R. S.*, 1893, p. 20 ; de Pelsmacker, *op. cit.*, n° 14 ; Houpin, *Traité des sociétés*, t. I, n° 243

(2) Vavasseur, *Traité des sociétés*, t. I, n° 255.

leur volonté ne sauraient rétroagir et vicier après coup ce qui était valable *ab initio*. » Leur seul effet sera d'engager solidairement la responsabilité contractuelle des associés actifs à titre de coobligés commerciaux, et la responsabilité délictuelle des participants dont l'inaction équivoque a trompé les tiers (art. 55 C. pén.).

Ainsi, lorsque le public apprend l'existence du syndicat sans qu'il y ait engagement conjoint ou faute de ses membres, ceux-ci ne sont pas liés solidairement ; de même chaque syndicataire en agissant en son propre nom n'engage que lui. La responsabilité solidaire naît au contraire dans toutes les autres hypothèses où est révélée l'existence du syndicat, mais elle n'altère en rien la nature de ce dernier.

3^e Du caractère occulte de la participation et de son défaut de personnalité morale découle une autre conséquence : c'est qu'il n'y a pas dans ces associations de capital social.

D'abord il en est où l'on ne rencontre pas même d'apports dans le vrai sens du mot et où l'une des parties se contente d'assumer une fraction des risques. Puis lorsque les participants font des apports, ceux-ci ne constituent pas un patrimoine social distinct de celui des associés. Que deviennent-ils donc ? Pour déterminer leur condition juridique, il faut d'abord s'attacher à l'intention des parties telle qu'elle résulte soit des termes du contrat, soit des circonstances extrinsèques de l'opération ; il n'est pas besoin de déclaration expresse du moment que cette intention est certaine, non équivoque (1). En l'absence de tout moyen d'interprétation de la volonté des parties, la jurisprudence et la doctrine

(1) Cass., 27 juin 1894, S. 98.1.460 ; Poulle, *op. cit.*, n° 67 ; Houpin, *op. cit.*, t. I, n° 256 ; De Pelsmacker, *op. cit.*, n° 30 ; Lyon-Caen et Renault, t. II, n° 1059.

admettent en grande majorité aujourd'hui que chaque participant garde en principe la propriété de son apport et que de même chacun d'eux demeure propriétaire des choses acquises par lui en son nom personnel, soit avec les deniers des co-associés, soit avec ses deniers propres (1). Cependant lorsque les apports consistent en choses fongibles, argent ou marchandises non individualisées, ils se confondent par la force même des choses dans le patrimoine du gérant qui en devient débiteur (2). Enfin il faut noter dans les décisions les plus récentes des tribunaux une tendance à admettre la copropriété des apports dans certaines hypothèses où le lien de société entre les participants semble particulièrement étroit (3) ; mais s'il y a propriété commune, il n'y a jamais propriété sociale.

Cette absence de capital social combinée avec la grande liberté laissée aux associés et un certain flottement dans la détermination de la condition juridique des apports se retrouvent dans l'opération syndicale. Ici encore les participants peuvent convenir que les titres syndiqués demeureront propriété de chacun ou seront transmis au gérant ou deviendront indivis, ou bien se dispenser de faire aucun apport ; et faute de précision, on admettra la première de ces situations.

(1) Cass., 27 juin 1893, S. 94.1.25 ; 5 février 1901, S. 02.1.405 ; Poulle, *op. cit.*, n. 140 s. ; De Pelsmacker, *op. cit.*, n. 31 s. ; Arthuys, *op. cit.*, t. I, p. 264 ; Lyon-Caen et Renauld, *loc. cit.* ; Thaller, *Traité*, nos 479 s. ; Rousseau, t. II, n^{os} 3022 s.

(2) Trib. comm. Bruxelles, 21 avril 1877, *Pasier. belge*, 77.3.323 ; De Pelsmacker, *op. cit.*, n^o 32 ; Bonnecase, De la condition juridique des apports dans l'assoc. en participation, *Ann. dr. comm.*, 1908, p. 21.

(3) Cass., 20 mars 1900, S. 02.1.321 ; Paris, 27 juin 1905, S. 07.2.153 ; Bonnecase, *ét. citée, in fine*.

Ainsi l'organisme si souple de l'association en participation épouse toutes les modalités si fuyantes et si complexes du syndicat d'émission (1), et il semble que la solution proposée réponde à toutes les données, énumérées en tête de ce chapitre, du problème qui en fait l'objet. Cependant, en éprouvant la structure de la participation par la pratique syndicale, deux objections se présentent :

A. — L'association en participation et, par suite, le syndicat d'émission sont des sociétés de personnes; puisque les syndicataires souscrivent des parts d'intérêts. Mais alors, contracté *intuitu personæ*, le syndicat se trouve atteint par toutes les causes personnelles de dissolution qui frappent l'un de ses membres : la mort, l'interdiction, la faillite ou la déconfiture, non seulement du gérant, mais de tout participant même inactif, devraient entraîner la dissolution du syndicat. Comment expliquer pourtant que nombre de syndicats d'émission continuent, après qu'un de ces événements a frappé certains de leurs membres, à fonctionner sans qu'il ait été procédé à une reconstruction du syndicat ?

Le plus souvent la raison en est très simple ; beaucoup de syndicats sont formés d'une agglomération de participations séparées qui rattachent chacun des syndicataires au gérant sans établir entre eux ~~tous~~ aucun lien. C'est là un modèle depuis longtemps connu d'association en participation ; le gérant se présente vis-à-vis de chaque associé comme agissant seul avec lui et prenant à son compte toute l'affaire, déduction faite de la part qu'il lui réserve, alors que, en réalité, il s'est déchargé d'une partie ou même de la

(1) Ajouter que l'association en participation est, comme le syndicat, presque toujours commerciale, quoiqu'elle puisse avoir aussi un objet civil. Cf. DALL., *Rép.*, V^o *Société*, n^o 1682.

totalité de ses obligations sur un ou plusieurs autres associés. On comprend alors que la faillite d'un participant, par exemple, ne libère pas les autres de leur engagement ; c'est le gérant qui absorbera la part de l'insolvable, quitte à chercher à la reporter de nouveau sur un tiers.

Si au contraire les syndicaux sont réciproquement associés, il est certain que toute cause de dissolution dans la personne du gérant du syndicat sortira son effet vis-à-vis de tous ses adhérents ; quant à déterminer si les causes personnelles aux autres syndicaux auront la même influence, c'est là une question qu'il nous faut renvoyer au chapitre relatif à la disparition du syndicat ; disons pour tant que la jurisprudence a déjà décidé que, quoiqu'association de personnes, le syndicat n'était pas dissous par la faillite d'un de ses membres non gérant (1).

B. — Si nous avons adopté comme fondement juridique du syndicat la commandite par intérêt, nous aurions facilement pu justifier la limitation de l'engagement des syndicaux. Mais dans la participation, les associés sont responsables des pertes *in infinitum* et sur tous leurs biens (2) ; si donc un des participants devient insolvable, le créancier, c'est-à-dire le gérant (3), peut, lors de la liquidation du syndicat,

(1) Trib. Comm. Seine. 29 avril 1911, *Gaz. Trib.*, 26 novembre 1911.

(2) Poulle, *op. cit.*, n° 209 ; Houpin, *op. cit.*, n° 265 ; Lyon-Caen et Renault, t. II, n° 1065 ; De Pelsmacker, *op. cit.*, n° 87.

(3) Il ne s'agit pas ici de responsabilité vis-à-vis des tiers, puisqu'ils ignorent en principe l'existence du syndicat. Dans le cas où, pour des raisons que nous verrons plus loin, les syndicaux se trouvent engagés envers les tiers, aucune clause limitative de responsabilité ne saurait être opposée à ceux-ci ; en effet, une telle clause ne pourrait être insérée que dans l'acte syndical, et ce dernier n'est point publié.

répartir la part restée vacante dans le non placé sur les autres syndicaux, alors même que la somme totale ainsi réclamée à chacun d'eux dépasse le montant de son engagement syndical. Cette solution, contraire à l'intérêt et l'intention des parties, ne condamne-t-elle pas le système ?

Non, car l'objection n'est pas en réalité aussi grave qu'en apparence. Rien n'empêche les participants de limiter leur responsabilité et de former une *participation en commandite*. Telle est la portée de la clause fréquente dans les actes syndicaux, d'après laquelle « chaque participant est engagé dans la présente opération pour le montant de sa participation et sans solidarité avec les autres membres du syndicat ». Mais la limitation peut être également tacite et se déduire de l'ensemble du contrat, des usages suivis en la matière et des circonstances, puisqu'il s'agit, non pas de déterminer la portée d'une convention opposable aux tiers, mais d'interpréter l'intention des parties relativement à leurs rapports réciproques. Ici la volonté des participants ne fait pas de doute ; les banquiers ne sauraient prendre un engagement indéterminé et non susceptible d'être porté sur leur bilan pour une somme liquide ; d'ailleurs leur signature est toujours précédée sur l'acte syndical d'une formule qui marque nettement la mesure de cet engagement : « Aux conditions qui précèdent, le soussigné déclare adhérer au syndicat pour tant de titres (1) ».

Ce raisonnement n'est d'ailleurs utile que quand tous les syndicaux sont réciproquement associés ; quand ils ne sont reliés qu'au gérant, celui-ci ne peut naturellement en

(1) De Pelsmacker, *op. cit.*, n° 87 : « Le fractionnement du capital en parts d'une valeur déterminée comporte d'habitude la limitation conventionnelle au montant des parts souscrites. »

aucune façon faire supporter à chacun d'eux les conséquences de l'insolvabilité des autres (1).

On voit que l'association en participation offre au syndicat d'émission une solide base juridique. Nous n'avons pas craint d'insister sur les principes suivant lesquels elle est édifiée, parce que nous aurons à y faire fréquemment appel dans l'examen des rapports juridiques nés du syndicat.

V. — La jurisprudence, elle, n'a jamais hésité, et depuis qu'elle tranche des litiges relatifs aux syndicats d'émission, elle considère ceux-ci comme des associations en participation (2).

APPENDICE. — *Nature juridique du syndicat d'émission à l'étranger.*

Il n'est pas inutile de jeter un coup d'œil sur la construction juridique que les législations voisines de la nôtre assignent au syndicat d'émission : nous y trouverons la confirmation des principes que nous avons nous-même admis.

En Belgique, la loi du 18 mai 1873 a maintenu l'association en participation du droit français, en la définissant

(1) Cf. aussi Poulle, *op. cit.*, n° 210.

(2) Il faudrait mentionner ici la plupart des décisions jurisprudentielles sur les syndicats ; citons seulement les plus importantes : Comm. Seine, 20 juin 1881, *J. S.*, 1888, p. 538 ; Cour Orléans, 16 août 1882, D. 84.2.100 ; Cour Paris, 7 août 1884, *J. S.*, 1886, p. 696 ; Cour Paris, 19 février 1885, D. 85.2.181 ; Cour Paris, 9 février 1888, D. 90.2.265 ; Cour Orléans, 24 juillet 1890, confirmant après cass. Paris, 28 avril 1887, S. 91.1.321 ; Comm. Nantes, 18 janvier 1911, *Journ. jurisprud. comm. Nantes*, 1911.1.165 ; Comm. Seine, 29 avril 1911, *Gaz. Trib.*, 26 novembre 1911 ; Cour Paris, 13 mars 1912, *Gaz. Pal.*, 1912.1.689.

« celle par laquelle une ou plusieurs personnes s'intéressent dans des opérations qu'une ou plusieurs autres gèrent en leur propre nom » (art. 109 — art. 79, loi coordonnée du 25 mai 1913) ; mais elle a, à côté de celle-ci et à l'imitation du droit allemand, créé (art. 108 — art. 78, loi coordonnée du 25 mai 1913) l'association momentanée « qui a pour objet de traiter sans raison sociale une ou plusieurs opérations de commerce déterminées ». Pour répartir les syndicats entre ces deux formes la jurisprudence belge est assez hésitante (1). Il semble qu'un récent jugement du tribunal de commerce de Bruxelles (2) ait donné la vraie solution en décidant que le syndicat d'émission était une association à la fois momentanée ou en participation selon l'angle sous lequel on l'envisage : dans les rapports des syndicaux entre eux, il n'est qu'une participation ; de même le gérant qui agit seul n'engage que lui ; mais si deux ou plusieurs syndicaux — tels deux gérants — traitent conjointement avec les tiers, ils font actes d'associés momentanés et sont liés solidairement, sans d'ailleurs mettre en jeu la responsabilité des associés inactifs.

En Italie, le Code de commerce de 1883 a, sous le nom d'association en participation, organisé (art. 233 et suiv.) une société correspondant en même temps, comme en droit français, aux deux modèles de la loi belge ; celui des parti-

(1) C'est une association momentanée, disent Comm. Bruxelles, 11 janvier 1900 et 11 novembre 1901, *Rev. dr. comm. (belge)*, 1900, n° 32 ; 1901, n° 333 ; c'est une participation, disent Comm. Bruxelles, 30 mai 1888, *Journ. (belge) des juges de paix*, 1888, p. 716 ; Cour Bruxelles, 14 juin 1899, *Pand. (belges) pér.*, 1899, II, n° 659 ; Cour Bruxelles, 27 février 1907, *Rev. prat. soc.*, 1907, p. 83 ; de Pelsmaeker, *op. cit.*, p. 47.

(2) Comm. Bruxelles, 8 juin 1903, *Rev. prat. soc.*, 1903, p. 330 et la note ; cf. aussi Cour Bruxelles, 2 juin 1898, *Rev. prat. soc.*, 1899, n° 1021.

participants qui contracte y est seul obligé envers les tiers ; les participants n'ont aucun droit sur les choses mises dans l'association et qui deviennent la propriété du gérant même quand ils en ont fait l'apport ; leur droit se réduit en somme à participer aux bénéfices et aux pertes résultant de l'opération. Ainsi construite l'association en participation cadre très bien avec le mécanisme syndical, et la doctrine italienne attribue à ce dernier la même nature que la jurisprudence française (1).

En droit allemand il faut distinguer de l'état de choses antérieur au Code de commerce de 1897 et au Code civil de 1900, la situation créée par ces derniers.

1° Le Code de commerce de 1861, après avoir étudié dans son livre II les sociétés commerciales proprement dites, établissait dans son livre III deux types d'associations (art. 250 et suiv.). La société tacite (*Stille Gesellschaft*) et l'association ayant pour objet l'accomplissement pour compte commun d'une ou plusieurs opérations commerciales (*Vereinigung zu einem oder mehreren Handelsgeschäften für gemeinschaftliche Rechnung*). La doctrine (2) et la jurisprudence (3) étaient unanimes à ranger les consortiums de placement sous cette dernière forme, qu'on qualifiait de *société d'occasion* (*Gelegenheitsgesellschaft*) ; et comme la loi n'avait réglé que la structure extérieure de celle-ci, on utilisait en cas de silence des parties les règles de la société tacite pour préciser sa structure interne. On obtenait ainsi une construction très voisine de notre association en participation : la convention syndicale détermi-

(1) Angeloni, *op. cit.*, nos 50 et 68.

(2) Sydow, *op. cit.*, p. 440 ; Lastig, *op. cit.*, p. 772 ; Ach. Renaud et Laband, *op. cit.*, p. 205 ; Ring, *op. cit.*, édit. 1886, p. 400.

(3) *R. O. H. G.*, t. XIII, p. 306 ; t. XVII, p. 197.

nait librement les droits et obligations des syndicataires et les pouvoirs du gérant ; les titres appartenait soit à ce dernier, soit à chacun des syndicataires, mais ne formaient pas un patrimoine social (1) ; le gérant était seul engagé envers les tiers et acquérait seul des droits contre eux, qu'ils aient ou non connu l'existence du syndicat : peu importait que le gérant ait agi au nom et pour compte du syndicat, car il ne possédait aucun pouvoir pour engager ses associés.

2° Dans la récente refonte de la législation allemande, la société d'occasion a disparu ; le Code de commerce de 1897, s'il traite encore de la société tacite, néglige toutes les sociétés qui n'ont pas pour objet l'exploitation professionnelle d'un commerce ; en effet, dans la discussion du nouveau Code civil, on fit remarquer qu'il était inutile de prévoir séparément les associations d'occasion, puisque les règles de la société civile cadraient en somme avec celles que formulait à leur égard l'ancien Code de commerce. Aujourd'hui par conséquent, les syndicats d'émission sont, à part quelques particularités tenant à la qualité de commerçants de leurs membres (2), régis par le Code civil de 1900, articles 705 et suivants. Mais les parties peuvent, par leurs conventions, rétablir un état de choses analogue à l'ancien (3). Par suite, deux types de syndicats sont possibles, que M. Dernburg (4) qualifie d'*Innengesellschaft* et d'*Ausengesellschaft*.

a) Lorsque le syndicat reste occulte, que le gérant agit

(1) Von Ziegler, *op. cit.*, p. 29.

(2) Cf. Grzimek, *op. cit.*, p. 31.

(3) Laskau, *op. cit.*, p. 29 ; Grzimek, *op. cit.*, p. 40 ; Worrings, *op. cit.*, p. 9 ; Fürth, *op. cit.*, p. 26.

(4) H. Dernburg, *Das bürgerliche Recht*, t. II 2, 1901, p. 534.

en son nom et que l'intention des parties est de maintenir une société d'occasion, il y a *société interne* (*Innengesellschaft*) construite comme sous l'ancien Code ; en particulier le syndicat ne comporte pas de patrimoine social.

b) Mais la plupart des syndicats forment aujourd'hui des *sociétés externes* (*Aussengesellschaft*), dont les membres traitent avec les tiers soit personnellement, soit par un mandataire. Les règles de la société civile s'appliquent alors intégralement et la conséquence la plus importante est que les titres syndiqués, les coupons d'intérêt, les dividendes etc., forment un patrimoine social en main commune (*Gemeinschaftseigentum zu gesamter Hand*) conformément à l'article 718 du Code civil (1). Il est vrai qu'une convention expresse ou tacite (2) exclut souvent cette propriété collective en main commune, car elle oblige les syndicataires à payer un droit de timbre (*Anschaffungsstempel*) non seulement lorsque les titres sont mis en syndicat, mais encore lors du partage du fonds social non placé entre les associés ; aussi s'efforce-t-on de leur donner sur-le-champ soit la pleine propriété (*Alleineigentum*) de leur part syndicale, soit tout au moins un droit de copropriété par fractions (*Miteigentum nach Bruchteilen*) sur chacun des titres syndiqués (3).

En principe le gérant du syndicat représente ses associés

(1) *R. G.*, t. 56, p. 206 ; *contra* : Von Ziegler, *op.cit.*, p. 31 s. ; Worring, *op.cit.*, p. 50 ; mais cf. Grzimek, *op. cit.*, p. 72, et Meyer, *Zur Stempelpflicht der Konsortialgeschäfte*, dans le *Holdheims Monatsschr.*, 1909, p. 127, note 5.

(2) Cf. Annexes, sect. III.

(3) Sur ces délicates questions de copropriété et d'indivision dans le droit allemand des sociétés, cf. J. Heidrich, *Das Wesen des Gesellschaftersanteils an den einzelnen Gegenständen des Gesellschaftsvermögens*, th. Breslau, 1911.

lorsqu'il traite avec les tiers (art. 714 C. civ.) ; mais ce n'est là qu'une présomption de fait qui peut être écartée par toute preuve contraire, même fondée sur des éléments inconnus des tiers. Tout procès syndical doit être dirigé directement par ou contre les syndicataires.

CHAPITRE III

OBJET DU SYNDICAT D'ÉMISSION.

SOMMAIRE. — Section I. — *Commercialité* : motifs, limites, conséquences.

Section II. — *Validité* : I. La formation du syndicat est-elle une manœuvre dolosive ? Jurisprudence. — II. Le syndicat est-il une coalition illicite ? Renvoi de la question. — III. Le syndicat n'est-il pas une négociation d'actions d'une société non encore existante ? Comparaison avec les droits belge et italien.

L'objet du syndicat d'émission est essentiellement le partage des bénéfices et des pertes résultant de l'introduction des titres dans le public. La réalisation de cet objet est obtenue tantôt par le placement des titres dont chaque syndicataire est propriétaire, tantôt par une double opération, l'acquisition des titres par le syndicat et leur écoulement sur le marché. Deux questions se présentent alors : Quel est le caractère de cet objet ? Est-il licite ?

SECTION I. — *Commercialité de l'objet du syndicat.*

Nous avons indiqué brièvement à notre chapitre précédent que le syndicat était commercial par son objet ; il faut insister ici sur cette commercialité qui présente une grande importance pratique. Elle détermine en effet devant quel tribunal sont portés les litiges entre syndicataires, ou bien entre le syndicat et les tiers qui traitent avec lui ;

quelles sont les preuves admises ; à quelles règles obéit un gage qui serait constitué au profit du syndicat prêteur ; si la solidarité existe de plein droit entre les banquiers syndiqués, etc.

Le caractère commercial du syndicat d'émission peut être établi sur deux bases. D'abord ses opérations sont comprises parmi les actes de commerce prévus à l'article 632 du Code de commerce ; s'il est preneur ferme, on ne peut dire à proprement parler qu'il achète pour revendre, puisque la souscription n'est pas un achat, mais il se livre à « un trafic de spéculations en vue d'obtenir des bénéfices » (1) qui rentre, au moins implicitement, dans le texte, et en tous cas il fait une opération de banque ; s'il n'est que mandataire de la société, il accomplit une opération de courtage. Puis les syndicaux sont presque toujours des banquiers, et les opérations syndicales qu'ils entreprennent relativement à leur commerce sont commerciales par accessoire.

Par conséquent les contestations entre syndicaux seront portées devant les tribunaux de commerce et jugées selon les règles commerciales (2). De même l'achat ou la souscription d'actions pour former un syndicat ou y entrer constitue un acte de commerce (3).

(1) C. Paris, 13 mars 1912, *Gaz. Pal.*, 1912, I, p. 689.

(2) Paris, 13 mars 1912 précité ; Bruxelles, 2 juin 1898, *Pas. belge*, 1899.2.7. Parfois l'acte syndical contient cette clause « Toutes contestations pouvant survenir au sujet de l'interprétation des présentes seront soumises au jugement inappellable d'un arbitre désigné par le président du tribunal de commerce à la requête de la partie la plus diligente. » Cet arbitrage n'est pas possible pour les contestations soumises à communication au ministère public (art. 1004, C. proc. civ.).

(3) C. Lyon, 13 août 1884, *J. S.*, 1892, p. 91 ; Com. Bruxelles, 9 juin 1902, *Pand. pér.*, 1902, n° 1389. D'ailleurs la jurisprudence

Mais dans les rapports du syndicat avec les tiers il n'en est pas toujours de même, car l'acte litigieux peut demeurer civil à leur égard : il s'agit par exemple d'un contrat pour une émission d'actions passé avec un syndicat par une société civile constituée avant la loi de 1893 (1) ; l'acte est mixte et la compétence peut changer suivant le demandeur. De même l'action en responsabilité dirigée contre le syndicat ou son gérant à raison d'un quasi-délit n'est pas commerciale, car le quasi-délit n'est ni un acte de commerce ni relatif au commerce de son auteur (2).

SECTION II. — Validité de l'objet du syndicat.

Si l'objet du syndicat était l'émission pure et simple, sa validité ne soulèverait aucun doute ; mais son objet est l'introduction des titres par l'intermédiaire d'un mécanisme qui les centralise et les écoule petit à petit. N'y a-t-il pas là une manœuvre illicite qui engage par exemple la responsabilité des fondateurs ou des administrateurs de la société qui y recourt ? Malgré les suspicions que les manœuvres de financiers sans scrupules ont plus d'une fois jetées sur lui, il a bien fallu reconnaître que l'organe était sain en lui-même ; à condition d'en élaguer les excroissances frauduleuses à l'aide de sanctions civiles et pénales que nous étudierons plus loin, sa légalité n'est pas douteuse. Passons en revue

voit dans la souscription d'actions un acte de commerce : Cass., 25 octobre 1899, S. 1900.1.65.

(1) Depuis la loi de 1893, tous les actes des sociétés civiles constituées sous forme commerciale sont, d'après la jurisprudence, commerciaux par accessoire : Cass., 17 juin 1907, *Ann. dr. comm.*, 1908, p. 497.

(2) Trois jugements, Trib. com. Bruxelles, 9, 16 et 20 janvier 1912.

les différents obstacles qu'on a dressés ou qu'on pourrait dresser devant lui, soit qu'on lui ait reproché de constituer une manœuvre dolosive ou un accaparement prohibé (art. 419 C. pén.), soit qu'on lui oppose l'interdiction de négocier les actions avant la constitution de la société (art 2 loi du 24 juillet 1867).

I. — *La formation d'un syndicat est elle une manœuvre dolosive ?*

A plus d'une reprise, actionnaires et obligataires ont, pour obtenir la résiliation de leur engagement, taxé le syndicat de dol, et comme dans les procès financiers les responsabilités pénales ne se séparent guère des responsabilités civiles, on a cherché dans cette « manœuvre frauduleuse » l'élément constitutif du délit d'escroquerie. Ou bien, comme le fait M. Percerou (1), on distingue deux clauses dans la convention syndicale : la première, par laquelle les associés donnent mandat à l'un d'eux de souscrire en leur nom les titres, serait licite ; au contraire, la seconde, par laquelle ils s'engagent à ne revendre les actions que dans certaines conditions déterminées d'avance et à bénéfice, serait contraire à l'ordre public comme constituant un danger économique.

Mais l'argument cadre mal avec les idées économiques modernes ; en quoi le fait que plusieurs banquiers s'entendent pour placer à meilleur compte des valeurs mobilières est-il dolosif ou illicite, si l'on permet d'autre part aux industriels et aux commerçants d'écouler leurs marchandises par des procédés analogues ? Les acquéreurs ne peuvent se plaindre.

(1) Percerou, *Des fondateurs de sociétés anonymes*, th. Dijon, 1896, p. 149.

1° Ni d'avoir ignoré l'existence du syndicat et d'avoir été trompé sur la personnalité de leur vendeur, car leur situation n'est pas modifiée ni aggravée; d'ailleurs, dans bien des ventes, le cédant apparent n'est pas le propriétaire réel;

2° Ni d'avoir été trompé sur la valeur des titres en raison de la majoration des cours. Car rien ne les obligeait à acheter à ce taux; s'ils l'ont fait, c'est en pleine connaissance de cause.

La jurisprudence a, par une série de décisions, dégagé nettement ces principes lors de la crise de 1882.

Dès 1881, le tribunal de la Seine (1) reconnaît la validité du syndicat formé entre les actionnaires de la Compagnie des chemins de fer de la Vendée pour défendre, au moyen de marchés avantageux, la société contre les spéculateurs à la baisse.

Ce sont ensuite les syndicataires qui invoquent, pour se dégager des entreprises où la fièvre de spéculation les a entraînés, la fraude dont ils ont été victimes: le tribunal et la Cour de Lyon (2), repoussant l'action des souscripteurs de la Banque maritime des pays autrichiens victimes du syndicat où les avait groupés la Banque de Lyon et de la Loire, déclare que la souscription par syndicat rentre parmi les opérations habituelles des banques et ne constitue « aucun subterfuge ni excitation dolosive ». La même réponse est faite aux membres du syndicat formé par le Crédit général français pour le placement des actions de la

(1) Civ. Seine, 6 juillet 1881, *J. S.*, 1882, p. 69.

(2) Com. Lyon, 20 mai 1882, *J. S.*, 1882, p. 469; C. Lyon, 15 mai 1885, *J. S.*, 1887, p. 93. — Cf. aussi, *J. S.*, 1882, p. 486 et suiv.: Seine, 9 janvier 1882 (Crédit Foncier algérien); 10 juin 1882 (De Backer c. Blanchard, un des principaux créateurs des syndicats); 21 juin 1882 (Banque d'Escompte de Paris).

Mortgage Company ; sans doute on leur avait dissimulé l'existence d'un premier syndicat de qui ils tenaient ainsi sans le savoir les titres ; mais si le dol peut résulter en certains cas d'une réticence frauduleuse, il est manifeste que la possibilité du dol ne suffit pas pour le caractériser, dit la Cour (1) ; or l'intervention du syndicat ne crée rien de plus que cette possibilité.

Enfin les tiers acquéreurs des titres syndiqués se virent à leur tour déboutés lorsqu'ils prétendirent, pour le même motif, faire annuler leurs achats ; plusieurs jugements du tribunal de la Seine décidèrent que le fait de la part du banquier de cacher sa qualité de syndicataire à son client ne saurait vicier l'acquisition de celui-ci, alors qu'il n'est pas établi que le banquier ait eu recours à des manœuvres caractérisées pour le déterminer à acheter (2). Et la question fut définitivement tranchée sur ce point par les arrêts formels rendus dans le procès de la Société des Réassurances générales patronnée par le Crédit général français, et dans la faillite de ce dernier (3) : « Considérant, dit l'arrêt du 28 avril 1887, que *le syndicat formé pour la vente et le placement des actions n'a en soi rien d'illicite*, qu'il soit formé par un groupe ou par la totalité des souscripteurs primitifs, quelque peu honorable que soit généralement le but en vue duquel il est formé et quelle que puisse être l'altération de la

(1) Orléans, 24 mai 1883, D. 84.2 148.

(2) Seine, 3 décembre 1884, *J. S.*, 1892, p. 425 ; 11 décembre 1884, *J. S.*, 1892, p. 180 ; 4 mai 1885, *Id.*, 1885, p. 561.

(3) Paris, 18 mars 1887 (Crédit génér. franç.), et 28 juillet 1887 (Banque Nouvelle), D. 88.2 129 ; 27 avril 1887 (Soc. des Réassur. gén.), D. 88.2 105, et sur renvoi après cassation, Orléans, 24 juillet 1890, D. 91.2 237. — Cf. aussi Paris, 10 juin 1890, *R. S.*, 1890, p. 373 dans une instance parallèle engagée par d'autres actionnaires de la Société des Réassurances.

sincérité du cours des valeurs syndiquées qui peut en être la conséquence » ; et après cassation pour une omission dans l'arrêt, la Cour d'Orléans, à laquelle l'affaire avait été renvoyée, confirmait « que le syndicat reproché aux défendeurs n'était prohibé par aucune loi » ; sans doute il ne saurait être méconnu, ajoutait encore la Cour de Paris le 10 juin 1890, qu'en songeant à syndiquer dès avant la constitution de la Société des Réassurances générales tous les souscripteurs d'actions, d'Erlanger et Berthier frères ont cherché le moyen de tirer un bénéfice de la création de cette société à un moment qu'ils croyaient à juste titre favorable ; mais on ne saurait leur faire grief, en droit, de s'être ainsi préparés pour eux-mêmes et pour leurs adhérents un mode de trafic que ne réprouvent ni la loi ni les usages du commerce. »

La jurisprudence n'a pas depuis abandonné cette direction, qu'elle affirmait encore en 1890 dans deux autres procès, en 1901 dans l'affaire des mines d'or de la Watana, et tout récemment enfin dans l'affaire Rochette, à propos de la Société Laviana et du Crédit Minier (1).

En soi, par conséquent, la création, même clandestine du syndicat n'est pas un dol. Mais encore faut-il que le syndicat ait une existence réelle et qu'il ne soit pas une fiction destinée à dissimuler les fraudes des fondateurs ; nous le retrouverons plus loin sous cet aspect.

(1) C. Paris, 17 juin 1890 (Soc. La Métropole), *R. S.*, 1890, p. 419 ; *id.*, 19 juin 1890 (Caisse Lemaire c. Cie d'assurances la Nation), *R. S.*, 1890, p. 504 ; Trib. corr. Seine, 21 juin 1901 (Mines d'or de la Watana), *Dr. financ.*, 1901, p. 265, et *J. S.*, 1901, p. 175 ; C. Rouen, 26 juillet 1912, sur renvoi après cassation (Crédit Minier, Laviana, Val d'Aran), *R. S.*, 1913, p. 67.

II. — *Le syndicat est-il une coalition passible de l'article 419 du Code pénal?*

Devant le rejet de ce moyen, les porteurs des titres atteints par le krach de l'Union générale portèrent sur un autre point leurs attaques. A ce moment flottaient dans le public, comme à toutes les époques de crise, des rumeurs d'accaparement. Et l'on eut l'idée d'utiliser contre les syndicats l'arme déjà un peu désuète que le Code pénal avait dans son article 419 préparée contre les monopoles illicites : « Tous ceux qui par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des suroffres faites au prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunion ou coalition entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendent à ne pas la vendre ou à ne la vendre qu'à un certain prix..., seront punis, etc. »

Le syndicat d'émission, en tant qu'il centralise entre les mains d'un petit groupe les titres qu'il écoulera progressivement à des cours majorés, semble bien constituer une coalition ; les différents éléments du délit, tels que la doctrine (1) et la jurisprudence les ont dégagés sont en effet présents : pluralité d'agents, réunion des principaux détenteurs de la marchandise, hausse des prix au-dessus de ceux qu'aurait déterminée la libre concurrence, et engagement de ne pas vendre ou de ne vendre qu'au-dessus d'un certain prix. D'ailleurs, au point de vue économique, les valeurs mobilières sont l'objet de transactions innombrables, et il n'y aurait aucune raison pour qu'un trust ou un corner tombât sous le coup de la loi pénale, alors qu'un syndicat de titres en serait indemne. La jurisprudence est assez prudente dans

(1) Cf. H. Babled, *Les syndicats de producteurs et détenteurs de marchandises*, th. Paris, 1892, p. 134 s.

l'application de l'article 419 pour qu'il n'y ait pas lieu de craindre qu'elle entrave injustement les syndicats honnêtes (1).

Cependant cette tentative échoua à nouveau devant l'impossibilité de considérer les valeurs mobilières comme « marchandises ou denrées », au moins dans l'article 419. La Cour de cassation déduisit des travaux préparatoires qu'une telle extension du texte eût été contraire à l'intention du législateur (30 juillet 1885, D. 86.1.389 ; S. 85.1.514), comme l'avait fait avant elle la Cassation belge (24 juin 1878).

Mais le principal effort des plaignants en 1885 avait tendu à atteindre les manœuvres des syndicats au moyen de la seconde disposition de l'article 419 qui punit l'agiotage, non seulement sur les denrées ou marchandises, mais encore sur les « papiers et effets publics ». Comme les éléments de la controverse sont les mêmes et qu'elle se présente avec une ampleur plus grande sous cet angle, nous en renvoyons l'examen à notre chapitre relatif à la responsabilité du syndicat.

Il est vrai que même si l'on écarte l'article 419, dit M. Percerou (2), la sanction civile resterait encore applicable : « Toutes les conventions ayant pour effet de porter atteinte à la concurrence naturelle et libre du commerce sont nulles, même dans le cas où elles ne réuniraient pas tous les éléments nécessaires pour tomber sous le coup de la loi pénale » ; par conséquent, l'illicéité de l'objet du syndicat devrait entraîner sa nullité (art. 1131 et 1133 C. civ.). Mais nous avons déjà vu que l'objet du syndicat n'avait en soi rien de contraire à l'ordre public.

(1) Sur les limites dans lesquelles l'accaparement est illicite, cf. l'intéressant arrêt de la Cour d'Aix du 15 juin 1912 *R. S.*, 1913, p. 223.

(2) Percerou, *op. cit.*, p. 150.

III. — *Le syndicat d'émission n'est-il pas une négociation d'actions d'une société non encore existante (art. 2 et 14, loi 1867) ?*

« Les actions ou coupons d'actions sont négociables après le versement du quart », dit l'article 2 de la loi de 1867, ce qui, de l'avis unanime de la doctrine et de la jurisprudence, signifie que les négociations sur les actions ne peuvent commencer avant l'exécution de toutes les formalités constitutives. La violation de la loi comportera une double sanction : 1^o une amende (art. 14 l. 1867) ; 2^o la nullité absolue de la négociation illicite, d'après la jurisprudence et la majorité de la doctrine (1). La constitution du syndicat ne tombe-t-elle pas sous le coup des mêmes pénalités ?

En premier lieu le texte ne vise que les actions, et non les obligations. Puis la négociation suppose une transmission de propriété ; par conséquent, sont hors de cause les syndicats de garantie que nous avons déjà mentionnés et qui, comme nous le verrons plus loin, ne sont, jusqu'à la clôture de l'opération, que les mandataires de la société émettrice.

Mais s'il s'agit d'un syndicat formé pour prendre ferme à un taux déterminé tout ou partie des actions d'une société non encore née en vue de les revendre avec prime au public, n'y a-t-il dans l'acquisition des titres par les syndicaux une négociation prohibée ? Et n'en est-il pas *a fortiori* de même quand le gérant du syndicat, propriétaire des actions, les vend aux syndicaux avant d'en opérer le placement pour le compte de ces derniers, situation que nous rencontrerons plus loin ?

(1) Paris, 1^{er} juillet 1886, S. 88.2.182 ; 23 mai 1887, D. 88.2.73 ; Thaller, *Rev. crit.*, 1883, p. 321 ; Vavasseur, I, n^o 393 ; Houpin, I, n^o 321. — *Contra* : Lyon-Caen, note sous S. 1884.2.49, et *Traité*, II, n^o 734.

La jurisprudence belge l'admet en raison de l'article 40 de la loi du 18 mai 1873 sur les sociétés, qui déclare nulle d'une nullité absolue *toute cession d'actions* d'une société non encore existante (1). Néanmoins ce texte ne frappe ni les syndicats créés après la constitution ou concurremment à la constitution de la société, ni ceux formés par les promoteurs et les fondateurs dans le but de répartir d'avance entre eux les actions à créer (2). De même l'article 137 du Code de commerce italien déclare qu'est nulle et de nul effet *toute vente ou cession d'actions* faite par les souscripteurs avant la constitution légale de la société. La nullité doit s'entendre dans les mêmes limites que celle de la loi belge (3). Et le complément qu'apporte à celle-ci la loi italienne en ajoutant : « la nullité a lieu encore que la vente soit faite avec la clause « pour valoir à l'époque de la constitution de la société » ou toute autre clause équivalente » ne l'aggrave pas : car cette disposition vise seulement les ventes effectuées antérieurement à la constitution et ne frapperait pas un syndicat créé avant cette date pour placer les actions après elle.

Mais la loi française est moins complète. Elle ne prohibe pas la cession ou la vente avant que la société ait acquis une existence, mais seulement la *négociation*, c'est-à-dire la transmission à titre onéreux par transfert, tradition ou en-

(1) Cass. belge, 5 décembre 1901, *Rev. prat. soc.*, 1902, p. 67.

(2) De Pelsmacker, *op. cit.*, n° 27 ; *add.* Com. Bruxelles, 5 février 1908, *Rev. prat. soc.*, 1909, p. 61. — En fait il sera souvent très difficile de discerner si l'on se trouve devant une convention préparatoire ou devant une cession prohibée, étant donné surtout l'imprécision et l'inexactitude des termes employés par les parties.

(3) Angeloni, *op. cit.*, n° 138 s. ; Navarrini, *Delle soc. ed assoc. comm.*, n° 280, p. 401, note, restreint encore plus le domaine d'application du texte.

dossement. « Si les négociations de promesses d'actions à l'émission peuvent être annulées, dit un arrêt de la Cour de Paris du 23 mai 1887 (Faillite de la Provinciale, D. 88.2.73), c'est au cas où ces négociations ont eu lieu en bourse ou en banque, c'est-à-dire par l'intermédiaire d'un tiers interposé entre les parties demeurées étrangères l'une à l'autre ; il en est autrement des cessions d'actions à l'émission faites entre les parties elles-mêmes, soit personnellement, soit par leurs fondés de pouvoirs traitant directement entre eux. »

Il est évident que le déplacement de propriété qui se réalise lors de la formation du syndicat constitue une cession et non une négociation au sens technique (1). « On ne saurait, dit un récent jugement du tribunal correctionnel de la Seine (23 mai 1903, Société de télégraphie sans fil, *J. S.*, 1904, p. 272), considérer comme constituant une négociation la vente de gré à gré intervenant directement entre le vendeur et l'acheteur et réalisée par la simple tradition des titres vendus ». Soit que les syndicataires acquièrent individuellement les titres de la société, soit que le gérant les prenne pour son compte et les rétrocède ensuite à ses associés, l'opération se traite de gré à gré et sans intermédiaire et échappe à l'amende et à la nullité organisées par la loi de 1867.

Au reste il faut remarquer que, même si le texte français était aussi compréhensif que les lois belge et italienne (2), il

(1) *Ibid.* sens, Perceron, *op. cit.*, p. 148.

(2) A un point de vue pourtant, l'article 2 de la loi de 1867 est plus large que les lois étrangères ; car la jurisprudence l'applique aux négociations d'actions émises en augmentation du capital de la société (arrêts cités), ce que n'admettent ni M. Pelsmacker ni M. Angeloni (*op. et loc. cit.*).

ne serait que très rarement appliqué : presque toujours les syndicataires preneurs ferme se portent souscripteurs et procèdent entre eux à la création légale de la société, de sorte que le syndicat est, non pas antérieur, mais contemporain de la constitution. D'autre part les ventes subordonnées à la condition suspensive que les titres d'actions seront émis par la société, et que la pratique qualifie de *ventes à l'émission* sont reconnues valables par la jurisprudence (1) : les cessions syndicales pourraient leur être le plus souvent assimilées.

(1) Cass., 24 novembre 1886, S. 87.1.72 ; 6 juillet 1887, S. 87.1.294 ; Lyon-Caen et Renault, II, n° 730 ; Rousseau, I, n°s 1784 s.

TITRE II

RAPPORTS JURIDIQUES NÉS DU SYNDICAT D'ÉMISSION

Après l'analyse que nous avons faite au précédent titre de la nature juridique du syndicat d'émission, ses caractères généraux apparaissent avec une netteté suffisante pour permettre d'en donner une définition plus précise :

Le syndicat d'émission est une association en participation formée généralement entre financiers et banques dans le but de partager les bénéfices résultant de l'introduction dans le public des titres acquis et apportés, ou garantis par chaque syndicalaire ou certains d'entre eux, et de répartir éventuellement sur la masse les titres implacés.

On voit que les rapports juridiques qui naissent à l'occasion du syndicat se répartissent en trois catégories :

1^o Ceux avec la société en voie de constitution, d'augmentation de capital ou d'emprunt, ou avec l'Etat emprunteur.

2^o Ceux entre les syndicalaires, et entre eux et le gérant, c'est-à-dire le mécanisme interne du syndicat.

3^o Enfin l'autre face du syndicat tournée vers l'extérieur, à savoir les rapports du syndicat avec le public à l'occasion du placement.

La seconde classe de ces rapports ne se trouve pas toujours, dans le temps, postérieure à la première ; souvent les syndicalaires n'entrent en relations avec la société, ou

surtout avec l'État emprunteur, qu'à la suite d'une entente préalable entre eux. Mais rationnellement, le syndicat ne peut fonctionner qu'après l'acquisition des titres par les syndicataires ; d'ailleurs, si l'on voulait suivre rigoureusement l'ordre des faits, il faudrait étudier simultanément les trois faces de la question, puisqu'au cours du syndicat, au moment où sont noués les liens juridiques entre syndicataires et avec le public, des rapports nouveaux peuvent s'établir avec l'emprunteur, par exemple en cas de levée d'une option.

Aussi suivrons-nous l'ordre précité.

CHAPITRE PREMIER

RAPPORTS EXTERNES AVEC LA SOCIÉTÉ OU L'EMPRUNTEUR.

LA FORMATION DU SYNDICAT.

Il faut, disions-nous, avant d'étudier les rapports qui naissent entre syndicataires à l'occasion du placement, examiner d'abord comment le syndicat se procure les titres sur lesquels il opère. Entre la société en voie de constitution ou l'Etat à la recherche d'un bailleur de fonds d'une part, et le syndicat de l'autre, s'établira un contrat, par lequel les premiers se déchargeront des risques de l'émission à des conditions que le second déterminera conformes à son intérêt.

Ce contrat soulève plusieurs questions :

- 1° Quelle est sa nature ? Est-elle toujours identique ?
- 2° Qui se trouve lié envers la société ?
- 3° A quel régime de conditions de validité et de causes de nullité est soumise la convention ?

SECTION I. — Nature du contrat.

SOMMAIRE. — I. Analyse des différentes modalités du contrat : contrats de prise ferme, de garantie, de commission. — II. Intérêts pratiques de cette distinction : 1° droit fiscal (droit de transmission, taxe sur les opérations de Bourse, impôt sur les primes de remboursement, timbre, taxes sur les valeurs étrangères) ; 2° formalités constitutives ; 3° responsabilité en cas de placement de valeurs non libérées ; 4° rémunération du syndicat (Emission au

pair et émission à prime) ; 5° taux de remboursement des obligations. — III. Critérium pratique de la distinction : jurisprudence fiscale ; s'attacher, non aux termes employés par le prospectus ni aux éléments extrinsèques, mais à la structure interne du contrat.

I. — Analyse des différentes modalités du contrat.

La portée de l'engagement pris par le syndicat (1) vis-à-vis de la société ou de l'emprunteur est aussi variable que sont différentes les circonstances qui obligent ces derniers à recourir à une émission. Suivant le crédit dont jouit l'emprunteur ou les promesses de l'affaire nouvelle, suivant les ressources dont disposent les banquiers émetteurs et l'état présent du marché, le syndicat prendra à sa charge l'émission entière, ou seulement une quote-part, en se réservant d'ordinaire sur le reste un droit d'option. Mais dans la mesure où il assume le placement, il peut souscrire soit un *engagement de prise ferme*, soit un *engagement de garantie* soit un *engagement de placement à commission*. Examinons la structure de ces différents contrats, l'importance qu'il y a à les distinguer et sur quelles bases se fera en pratique la distinction.

A. — Si le syndicat *prend ferme* les titres, le contrat passé par lui est, puisqu'il s'agit de valeurs nouvelles, un contrat de *souscription pure et simple* ; le capital-actions de la société se trouve définitivement couvert, l'emprun-

(1) Nous employons ici le mot syndicat comme expression générique destinée à représenter l'ensemble des personnes qui peuvent entrer en rapport direct avec la société ou l'emprunteur. Nous verrons dans la section suivante que le syndicat n'apparaît jamais comme personne morale et que la société ignore, au moins juridiquement, son existence. Vis-à-vis de la société, ce peut être une seule personne qui prend l'émission ferme, à garantie ou à commission.

teur a trouvé les fonds qu'il cherchait. L'introduction postérieure des titres dans le public constituera une vente de papiers déjà émis, et les tiers acquéreurs seront les cessionnaires du syndicat.

B. — Mais le syndicat peut ne prendre qu'un *engagement de garantie*, c'est-à-dire opérer le placement non pour son compte propre, mais pour celui des promoteurs, en s'engageant à souscrire seulement les titres qui n'auraient pas été souscrits par le public. Comment analyser l'opération ?

On serait tenté de la traiter comme un acte juridique unique : ne pourrait-on, par exemple, assimiler la clôture des opérations syndicales à un terme et le syndicat de garantie à un acheteur à terme de valeurs de Bourse qui revendrait avant la liquidation ? Les titres à répartir à la dissolution du syndicat représenteraient le stock non vendu. Mais la construction est inadmissible, car les tiers souscripteurs se trouveraient eux-mêmes ne posséder qu'un droit à terme, alors qu'en fait ils deviennent dès leur souscription titulaires d'un droit ferme. Y a-t-il davantage acquisition immédiate de toutes les valeurs par le syndicat, le placement jouant vis-à-vis des titres placés dans le public, le rôle d'une condition résolutoire rétroactive ? Ainsi s'expliquerait que les titres classés n'ont jamais été propriété du syndicat. Mais on ne peut dire que le capital ait été entièrement souscrit dès le moment où le syndicat s'est engagé ; il l'est seulement après que le public l'a couvert et que le non placé a été réparti entre les syndicataires ; de plus toute souscription d'actions doit être pure et simple et ne peut devenir caduque par l'arrivée d'une condition.

En réalité l'engagement de garantie se dédouble juridiquement en deux contrats :

1° Un *contrat de commission*, si l'émetteur effectue l'é-

mission en son propre nom, ou de *mandat* si, comme le fait est plus fréquent, il agit en celui de la société ou de l'emprunteur. Pour tous les titres qu'il réussit à placer, il n'intervient que comme intermédiaire et a droit à un courtage, la commission de placement.

2° Une *offre obligatoire*, c'est-à-dire une *promesse de souscrire*, dont l'objet est soumis à une condition, à savoir le non placement de tout ou partie des titres. L'étendue de cette promesse n'est pas encore définie, puisqu'elle est fonction des résultats de l'opération ; mais sa détermination est indépendante de la volonté des syndicataires, de sorte qu'on ne peut parler de condition purement potestative. L'arrivée de la condition selon les cas délimitera l'objet de la promesse ou la fera tomber tout entière.

Nous évitons ainsi d'introduire la notion de souscription conditionnelle, qui est inapplicable au moins en cas d'émission d'actions. D'ailleurs l'engagement du syndicat a un tout autre caractère. La souscription est l'adhésion des tiers à l'offre faite par l'émetteur ; par cette acceptation même l'accord des volontés s'est réalisé, et le contrat synallagmatique est parfait (1). Au contraire, l'engagement de garantie est lui-même une offre faite par le syndicat de souscrire à certaines conditions. Le contrat ne sera conclu qu'à la liquidation de l'opération, la répartition du non placé entre les syndicataires valant exécution de la promesse. Il y a là en somme quelque chose de semblable au mode de souscription des actions usité en Angleterre : les tiers signent une « *form of application* », simple offre de souscrip-

(1) Lyon-Caen et Renault, II, n° 686 bis ; Thaller, *Traité*, n° 517.

— *Contra* : Zeraffa, *Des souscripteurs d'actions de sociétés anon.*, th. Paris, 1901, n° 42.

tion, et le contrat n'est lié que par la répartition (allotment) faite entre eux au gré des promoteurs (1).

C. — Enfin le syndicat peut aussi assumer le placement pour le compte des promoteurs sans s'engager à parfaire la souscription, sans faire aucune promesse de garantie. Mais il faut reconnaître que si théoriquement rien ne s'oppose à une entente des banques en pareil cas (2), il est bien rare qu'elles se groupent en syndicat dans ce seul but. Si la société cherche non à s'assurer contre les risques de l'émission, mais seulement à multiplier les lieux de souscription, elle s'adressera en général séparément à un ou plusieurs établissements de crédit qui mettront des guichets à sa disposition.

La situation juridique des banques émettrices n'offre ici aucune difficulté ; elles sont mandataires ou commissionnaires suivant qu'elles agissent au nom de la société, ou en leur propre nom, et le contrat est régi par les principes de droit commun (3). Elles touchent une commission de placement.

II. — Intérêts de la division.

La division que nous venons de faire présente une grande importance :

(1) Cf. Destruels, *op. cit.*, p. 102. — D'ailleurs dans les syndicats de garantie anglais, les syndicaux ne font pas immédiatement une demande d'application, comme en France, ils ne souscrivent pas directement. La formule usuelle est : « J'accepte, au cas et au moment où vous m'en ferez la demande, de faire une demande de souscription, to apply for... » Il y a donc seulement promesse de faire une offre. D'ailleurs une clause prévoit généralement que si l'underwriter omettait de faire cette offre, il serait passé outre. — Cf. Annexes, sect. 3.

(2) Pic, *Trailé*, p. 215.

(3) On peut aussi leur assimiler les différents intermédiaires qui parfois se passent l'affaire de main en main avant qu'elle parvienne au syndicat.

Au point de vue économique, si peu importe à la société ou à l'emprunteur que le syndicat ait pris ferme les titres ou qu'il les sait seulement garantis, puisque dans les deux cas il assume l'intégralité du risque, ces deux premières situations doivent être distinguées de la troisième, où l'aléa de l'opération continue à peser sur les promoteurs malgré l'aide que leur procure le syndicat commissionnaire.

Au point de vue juridique, la distinction entre syndicats souscripteurs et syndicats simples intermédiaires est la première question qu'examina la doctrine lorsque son attention se porta sur les syndicats d'émission. M. Thaller (1), décomposant l'opération syndicale à une époque où sa structure était moins nette qu'aujourd'hui, pensait que les fondateurs syndiqués pour le placement des actions d'une société nouvelle, étaient non premiers souscripteurs, mais simples intermédiaires, commissionnaires. De même, tout récemment, M. Meyer, guidé par un parti-pris de résistance aux prétentions du fisc, ne voit jamais dans le contrat de placement (*Begebungsvertrag*) un contrat d'acquisition (*Anschaffungsgeschäft*) (2).

Mais on a depuis longtemps fait remarquer (3) que dans la pratique, ces types de contrats se présentent avec une égale fréquence. Et les effets qu'ils entraînent sont très différents, particulièrement à l'égard des titres que le syndicat réussit à placer. Passons en revue les principaux points sur lesquels portent ces divergences.

(1) Thaller, Emission d'actions à prime, *Rev. crit. de législat.*, 1881, p. 526.

(2) R. Meyer, *Die rechtliche Natur u. Stempelpflicht des zwischen dem Konsortium u. dem Aussteller der Wertpapiere geschloss. Vertrages* dans le *Holdeins Monatsschr.*, 1909, p. 72.

(3) Percerou, *op. cit.*, p. 146 ; Pic, note sous Dall., 1896. 2481 ; Chasseriau, *op. cit.*, p. 73.

1° *Droit fiscal.*

C'est à ce point de vue surtout qu'il importe dans la pratique de savoir si le contrat passé par le syndicat avec la société est de prise ferme, de garantie ou de commission ; c'est à cet égard aussi que la distinction présente la plus grande généralité.

Il existe en effet de nombreux droits pour la perception desquels il importe de déterminer la date et le taux d'émission, et ces éléments varieront suivant la nature du contrat que nous étudions. Indiquons les points les plus fréquemment soumis à controverses.

A. — Au point de vue du *droit de transmission* (art. 6 l. 23 juin 1857). — Ce droit est perçu différemment suivant que les titres sont nominatifs ou au porteur, mais n'est en tous cas dû que sur les titres émis.

S'agit-il alors de titres nominatifs, le placement de chacun d'eux par le syndicat qui les a pris ferme est un transfert soumis au droit de 0.75 0/0 ; quand le syndicat est au contraire simple courtier, l'émission ne date que de la souscription par le public et le placement opéré par les banquiers est exempt de droit ; il en est de même en présence d'un syndicat de garantie dans la mesure où il réussit à écouler son stock de papier.

S'agit-il de titres au porteur, la taxe annuelle (0.25 0/0 du cours moyen des titres) court dès la prise ferme ; la société qui n'a eu recours qu'à un émetteur commissionnaire ne doit le droit qu'à partir du placement. Mais si le banquier a donné sa garantie, la solution a été discutée ; on a prétendu que, puisque la souscription des titres était dès lors assurée, la condition de la loi était remplie et que la signa-

ture du contrat de garantie valait émission (1). C'est là une opinion que seul le fisc, tirant parti de l'obscurité où la loi a laissé le sens du mot émission (2), pourrait soutenir ; car vis-à-vis des titres qu'il place, le banquier garant n'est qu'un intermédiaire, et le contrat de garantie est, nous l'avons montré, non un engagement à terme, mais un engagement sous condition ; la taxe annuelle ne court par conséquent pour les titres non placés dans le public que de leur répartition entre les syndicataires (3).

B. — *Taxe sur les opérations de Bourse.* — En vertu de la loi du 28 avril 1893, article 28, « toute opération de Bourse ayant pour objet l'achat ou la vente, au comptant ou à terme, de valeurs de toute nature, donnera lieu à la rédaction d'un bordereau soumis à un droit de timbre » (0.10 0/00 depuis la loi du 31 décembre 1907, art. 8). Ces opérations seront constatées sur un registre que doit tenir quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse (art. 29 modifié loi 13 avril 1898, art. 14) et que les agents de l'enregistrement peuvent se faire représenter (art. 30). Le syndicat preneur ferme vend

(1) Dall., *Suppl. Rép.*, V° *Enregistrement*, n° 1458.

(2) Sur cette controverse au sujet de la date de l'émission, cf. Naquet, *Traité des dr. de timbre*, Paris, 1894, t. II, n° 575 ; A. Wahl, *Régime fiscal des sociétés et valeurs mobilières*, Paris, 1909, t. I, n° 1493.

(3) Eod. sens, Wahl, *op. cit.*, n° 1413 ; Seine, 22 janvier 1870, D. 70.3.30 : « Attendu que ce qui résulte uniquement de la convention passée entre la Compagnie Transatlantique et le Crédit mobilier, c'est une garantie de souscription, c'est un engagement de concourir à la souscription du fonds social,... c'est une obligation contractée sous condition suspensive et pour le cas où des tiers ne souscriraient pas ; ce n'est en conséquence ni la preuve ni même la présomption soit d'une émission accomplie, soit d'un capital réalisé, conditions nécessaires pour l'exigibilité de l'impôt. »

les titres et est soumis à la taxe (1) ; la souscription aux guichets des banquiers simples intermédiaires constitue une émission exempte de l'impôt (2) ; s'il s'agit enfin d'un syndicat de garantie, les titres qu'il réussit à placer échappent également au droit (3) ; c'est seulement pour les titres non souscrits qu'il y aura vente le jour où le syndicat souscripteur les écoulera.

C. — *Impôt sur les primes de remboursement.* — Aux termes de l'article 5 de la loi du 21 juin 1875, « sont assujettis à la taxe de 3 0/0 établie par la loi du 29 juin 1872 (aujourd'hui 4 0/0. l. 26 décembre 1890, art. 4) les primes de remboursement payées aux créanciers et aux porteurs d'obligations, effets publics et tous autres titres d'emprunt ». La loi suppose que les titres ont été émis au-dessous du pair ; l'impôt sera déterminé « par la différence entre la somme remboursée et le taux d'émission des emprunts ». Mais lorsque l'opération a été effectuée par un syndicat, quel est le taux d'émission ? Le taux auquel il a lui-même

(1) Deux jugements, Trib. Seine, 23 mai 1910, *Rép. pér. enr.*, n° 12.241.

(2) Jobit, *Rég. fiscal des valeurs mobilières étrangères en France*, Poitiers, 1893, n° 430.

(3) Seine, 14 décembre 1906, *Rép. pér. enr.*, n° 11.396 et la note, D. 1907.2.193 : « Attendu que les syndicats de banquiers se divisent en deux catégories distinctes ; que les premiers commencent à acheter directement tous les titres, se réservant de les écouler peu à peu dans la masse du public ; que ceux-là sont nécessairement des vendeurs quand ils rétrocèdent les titres par eux préalablement achetés ; que les autres au contraire se bornent à servir d'intermédiaires entre le gouvernement emprunteur et le public auquel l'émission est offerte ; qu'en garantissant les résultats de cette émission, ils ne font aucun achat actuel et immédiat de titres ; qu'ils apportent simplement leur souscription éventuelle au cas où le public ne fournirait point de souscriptions suffisantes. »

obtenu les titres, ou le cours de placement (1)? Ainsi le syndicat a pris à 475 francs et placé à 490 les obligations remboursables à 500 francs : faut-il calculer l'impôt sur 25 francs ou sur 10 francs ?

Ici encore nous donnerons la même réponse : le syndicat est-il preneur ferme ? Il est investi de la pleine propriété des titres, et la somme qu'il verse constitue le prix d'émission (2). Est-il commissionnaire, celui-ci est déterminé par le cours de placement ; la différence retenue par le syndicat l'est à titre de commission et ne tombe pas sous l'impôt. Mais si le syndicat de garantie garde certains titres non placés, l'impôt sera calculé différemment pour les titres levés par le public et pour ceux levés par les syndicataires : le fisc utilisera pour les premiers le cours de placement, pour les seconds, le cours syndical d'application (3).

D. — *Timbre des valeurs mobilières.* — La loi du 5 juin 1850 a assujéti les actions et obligations de sociétés à un droit de timbre proportionnel ; il se monte d'une part, si le droit est perçu au comptant, à 0.50 ou 1 0/0 du capital nominal (suivant que la durée de la société est de plus ou de moins de dix ans) et à 1 0/0 du montant des obligations, d'autre part, si le droit est perçu sous forme d'un abonnement annuel, à 0.05 0/0 du capital nominal et du montant des obligations.

(1) Si le cours de placement a varié, il sera déterminé en divisant le montant brut de l'emprunt total par le nombre des titres placés : art. 1^{er}, décret 15 juin 1875.

(2) Seine, 21 décembre 1906 (Crédit foncier égyptien), *Rép. pér. enr.*, n° 11.397.

(3) Cf. Solution, 12 décembre 1898, *Rép. pér. enr.*, n° 9553, qu'il faut approuver à condition de voir dans le traité passé par le Crédit algérien non un contrat de prise ferme, mais un contrat de garantie.

Le droit étant calculé sur la valeur nominale des titres qu'ils aient été admis au dessus ou au-dessous de ce chiffre, peu importe le véritable taux d'émission (1). Mais le point de départ du droit au comptant comme du droit d'abonnement est la date d'émission, l'époque à partir de laquelle les titres ont une existence juridique. Donc les distinctions que nous avons faites à propos du droit de transmission doivent être ici reproduites.

E. — *Taxes frappant les valeurs étrangères.* — La même question se pose encore et est susceptible de la même réponse à propos des différents droits dont nous venons de parler et qui frappent les actions et obligations des sociétés, compagnies ou entreprises étrangères à partir de leur *émission* en France (art. 4, loi du 29 juin 1872) (2). De plus la loi du 13 avril 1898, article 15, prévoit une amende à la charge de la personne qui effectue en France « l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché de valeurs étrangères tant qu'un représentant responsable des droits de timbre dont ces titres sont redevables n'aura pas été agréé » ; aussi longtemps que les titres ne sortiront pas des mains du syndicat de garantie, cette exigence n'a pas à être remplie.

2° *Formalités constitutives.*

En cas de constitution de société ou d'augmentation de

(1) Au contraire, en Belgique le droit est assis, pour les actions, sur le taux d'émission (L. 25 août 1883, art. 1). Il importe donc de déterminer si ce dernier correspond au cours syndical ou au cours d'émission. — Cf. par exemple, Cour Bruxelles, 8 novembre 1907, *Pas. belge*, 1908.11.461 : les actions placées à 1.300 francs avaient été fictivement prises à 1.000 par un syndicat ; la société prétendait n'acquitter le droit que sur ce taux de souscription apparente.

(2) Jobit, *op. cit.*, n° 718.

capital, la distinction correspond à des différences de fond ; car en cas de prise ferme par le syndicat de toutes les actions (1), la société se trouve immédiatement constituée ou le capital émis entièrement couvert, tandis que si le syndicat a pris un engagement de commission ou de garantie, ces événements ne sont accomplis qu'après la souscription par le public ou la répartition du non placé entre les syndicataires.

Par suite il faut, dans le premier cas, que le syndicat accomplisse les formalités imposées par la loi de 1867 pour la constitution des sociétés par actions : le syndicat a dû souscrire l'intégralité du capital social ; les souscripteurs doivent être au minimum au nombre de sept (2), et chacun des syndicataires doit verser personnellement un quart du montant de sa souscription, etc. La société peut émettre immédiatement des titres négociables puisque, conformément à l'article 2, elle est définitivement constituée ; si les syndicataires ont reçu des actions d'apport, le délai de deux ans pendant lequel elles sont immobilisées (art. 3 modifié par la loi du 1^{er} août 1893) commence à courir à partir de la formation du syndicat. Dans la seconde situation, au contraire, tous ces événements se trouveront, *mutatis mutandis*, reportés à plus tard : entre autres, avant la liquidation du syndicat, les fondateurs ne pourront émettre autre chose que des reçus provisoires de souscription ou de versement cessibles par les modes du droit civil, mais non négociables (art. 2, 7, 13, 14, 24 de la loi de 1867).

(1) Si le syndicat ne prenait ferme qu'une partie des titres, la société ne se trouverait pas constituée sur-le-champ et les particularités que nous déduisons de ce fait tomberaient. Mais il faudrait maintenir les conséquences qui se rattachent à la qualité d'actionnaires des membres du syndicat preneur ferme

(2) Cf. Rouen, 26 juillet 1912 (Société Laviana), *R. S.*, 1913, p. 70.

3^e Responsabilité en cas de placement de valeurs non libérées.

Ce qui est plus intéressant pour les syndicataires, c'est que, relativement aux titres placés dans le public, les preneurs ferme sont des actionnaires cédant leur droit d'associé et par suite responsables pendant deux ans des versements complémentaires, conformément au nouvel article 3 de la loi de 1867; avant 1893 ils ne pouvaient même opposer que la prescription trentenaire, sauf certaines circonstances particulières (1). Alors si le titulaire actuel, que la société connaît puisque les actions doivent rester nominatives jusqu'à leur entière libération, paraît insolvable et que l'exécution en Bourse soit inutile en raison de la dépréciation du cours de la valeur, la société, ou ses créanciers en cas de faillite, peuvent se retourner contre le syndicat (2). Le délai de deux ans commencera à courir

(1) A l'égard des obligations, la distinction importe peu. D'abord elles sont presque toujours entièrement libérées lors de l'émission ou peu après. Puis il est douteux, en l'absence d'un texte analogue à l'article 3 de la loi de 1867, que les obligataires soient tenus des versements complémentaires après avoir cédé leurs titres. Les uns les déclarent dégagés par la cession : Lyon-Caen et Renault, II, n° 769 ; les autres donnent action contre les titulaires successifs des obligations nominatives, mais limitent, en cas de titres au porteur, le recours au seul porteur actuel, sauf clause restrictive ou extensive : De Chauveron, *Des obligations non libérées*, 1889 ; Houpin, I, n° 414. Du reste les difficultés juridiques relatives aux appels de fonds ne se présentent guère qu'en cas de faillite de la société emprunteuse ; mais la jurisprudence dispense alors les obligataires d'effectuer les versements complémentaires : Trib. civ. Seine, 26 juillet et 6 décembre 1889, *R. S.*, 1889, p. 509 et 1890, p. 427.

(2) Mais en pratique les syndicats ne placent guère que des actions entièrement libérées : tantôt les fondateurs libèrent les actions avant de les mettre en syndicat ; plus souvent le syndicat demande à l'acheteur le prix de l'action entière, comme si elle était libérée, alors que le premier quart seul a été versé ; puis il se rembourse

au profit de ce dernier, à partir du jour de l'émission, si tous les titres ont été placés par émission publique à date fixe (art. 3) ; s'ils ont été introduits par ventes successives, il est impossible de déterminer l'époque exacte de leur cession, car le gérant du syndicat place la masse des titres syndiqués, et non les titres individualisés de chacun des syndicataires ; le *dies a quo* ne peut donc être qu'une question d'espèce.

Toutes ces difficultés ne se présentent pas tant que le syndicat n'est que commissionnaire de placement ; mais si les syndicataires doivent, en raison de leur engagement de garantie, lever une fraction des titres, ils deviennent à leur tour, dans cette mesure, des actionnaires.

4^e Rémunération du syndicat en cas d'émission d'actions.

La légalité du bénéfice syndical et les conditions auxquelles est soumise sa perception varient d'après la nature du syndicat. Nous distinguerons suivant que le prélèvement est opéré sur le capital nominal des titres émis ou sur une prime d'émission.

A. — *Emission au pair*. — Les actions de 100 francs sont émises au pair, mais le syndicat prétend ne verser à la société que 90 francs par titre placé, en retenant pour rémunération de ses peines et soins une commission de 10 0/0. Dans quels cas cette perception est-elle licite ?

Si le syndicat a pris ferme les titres et s'est porté souscripteur, il ne peut certainement pas retenir sur son versement la commission ; car il souscrirait alors en réalité au taux de 90 0/0 et l'émission des actions au-dessous du pair est illicite, puisqu'en pareil cas le capital n'est pas entière-

sur ce prix de son versement et remet les trois autres quarts à la société. — Cf. pourtant les espèces citées en tête de la section II.

ment couvert. Les actionnaires syndiqués ne peuvent d'ailleurs décider, avant de faire appel au public, qu'un pourcentage des sommes versées sera restitué à chacun ou à quelques-uns d'entre eux à titre de dépenses de constitution ; car il y aurait là un remboursement partiel du capital qui ne serait valable que si les conditions légales de diminution du capital étaient réunies. Aucune bonification ne peut donc, à peine de nullité de la société, être attribuée sur le pair aux personnes qui ont souscrit pour leur compte, malgré leur profession de banquiers (1) ; il est d'ailleurs bien certain qu'elles introduiront les actions dans le public au dessus du pair, et qu'elles trouveront dans la prime de vente l'équivalent de la commission qu'il faut leur refuser.

Un récent arrêt (2) a pourtant décidé que, du moins, « aucune loi ni aucun principe de droit ne s'opposent à l'exécution d'un contrat de commission régulièrement convenu avec l'émetteur des actions, *si les statuts ont expressément prévu parmi les charges incombant à la société, à l'occasion de sa constitution, les frais de l'émission des actions* ; en pareil cas, en effet, les intéressés ne sont pas trompés sur l'évaluation du montant des capitaux devant rester disponibles pour l'exploitation de l'entreprise sociale ». Mais cette solution est contestable : la loi exige la souscription intégrale du capital et le versement du quart ; si une clause des statuts permettait à l'un des souscripteurs de prélever une commission sur le capital, elle violerait ces principes et

(1) Houpin, *Elude*, dans *J. S.*, 1902, p. 145 ; Wahl, note sous *S.* 1913.2.129 ; Paris, 10 août 1888 (sol. impl.), *R. S.*, 1889, p. 13 ; Paris, 9 août 1895 (sol. impl.), *J. S.*, 1896, p. 370. — Cf. aussi Paris, 17 juin 1904, *D.* 1907.2.152, et Bordeaux, 30 mars 1908, *J. S.*, 1908, p. 418.

(2) Lyon, 6 mars 1912, adoptant motifs Com. Lyon, 18 octobre 1910, *S.* 1913.2.129.

serait nulle, comme le serait toute convention extrastatutaire de même portée ; la clause litigieuse avait en réalité une signification différente et visait d'autres frais que les commissions de banque.

Si les banquiers n'ont assumé que la fonction de simples intermédiaires, sans même donner leur garantie, ils peuvent au contraire prélever une commission sur le pair. Mais il y a là une convention analogue aux différents contrats d'achat ou d'entreprise que les fondateurs de la société ont pu passer avec des tiers ; par suite, comme ces contrats, celui de commission ne sera obligatoire pour la société qu'à l'une des deux conditions suivantes :

a) Ou il a été inséré dans les statuts. Et à cet égard il est utile que la clause stipule expressément que la société devra payer aux émetteurs une commission déterminée, car il a été jugé que l'obligation de payer les frais d'émission et de constitution s'étendait seulement aux frais d'actes et de publicité, et non à la commission du banquier (1).

b) Ou il a été approuvé par une assemblée générale ordinaire (2) des actionnaires (Paris, 1^{er} août 1888, *R. S.*, 1889, p. 10) ; car le contrat passé par un fondateur avec une banque pour l'allocation d'une commission à cette maison n'engagerait pas la société (Paris, 1^{er} juin 1889, *J. S.*, 1890, p. 503) ; et une délibération du conseil d'administration de la société ne serait pas plus efficace (Cass., 28 octobre 1901 précité) ; tandis que l'approbation de l'assemblée enlève aux

(1) Cass., 28 octobre 1901, S. 1904.1.37. C'est là, croyons-nous, une rigueur excessive ; la Cour de cassation qualifie la commission, d'« avantage », alors qu'elle n'en constitue pas un au sens de la loi de 1867 tant que le banquier ne devient pas personnellement actionnaire.

(2) Ce n'est pas un avantage particulier soumis à vérification, puisque le syndicat ne devient pas un associé (art. 4 loi de 1867).

actionnaires même le droit de critiquer comme excessives les redevances attribuées aux émetteurs (Seine, 21 janvier 1889, *J. S.*, 1890, p. 130).

En tout cas le prélèvement de la commission ne peut être opéré sur le premier quart (Cass., 2 mai 1887, *S.* 87. 1.318), même postérieurement à la constitution de la société (Cass., 28 octobre 1901 précité) : de même le paiement par compensation est illicite (Paris, 17 juin 1904 précité).

Si, enfin, nous nous trouvons en face d'un contrat de garantie, il faut appliquer distributivement les deux solutions précédentes suivant qu'il s'agit des titres placés dans le public ou de ceux répartis entre les syndicataires. Sur les premiers le syndicat touche valablement sa commission ; il doit au contraire prendre les seconds au pair comme les autres actionnaires (1).

Pourtant, quoique logique, cette solution a été contestée : on a soutenu que l'émetteur a droit à sa commission sur le stock global des titres, parce que « dans cette hypothèse l'allocation est la rémunération du mandat accompli par le banquier pour le placement d'une partie des actions, et de la garantie par lui donnée pour la souscription du surplus » (2). Mais du fait que le syndicat a droit à une rémunération supplémentaire pour s'être porté caution de la réussite de l'opération, ne résulte pas qu'il soit justifié à percevoir une commission même sur les titres qu'il doit souscrire personnellement ; cette commission serait prélevée au détriment du capital social, alors que la loi interdit formel-

(1) Eod. sens, Wahl, *loc. cit.*

(2) Houpin, *loc. cit.* ; le tribunal de commerce de la Seine a également admis cette thèse le 25 novembre 1909 (*Journ. Trib. comm.*, 1911, p. 124,) argumentant d'un arrêt de Paris du 9 août 1895 précité, qui vise en réalité un émetteur simple commissionnaire.

lement, nous l'avons dit, qu'aucun souscripteur obtienne les actions au-dessous du pair. Les banquiers, d'ailleurs, devaient s'attendre à cette distinction entre les titres : le contrat de garantie est (cf. *supra*) un contrat de mandat doublé d'une promesse de souscrire ; il donne au syndicat sur les titres placés une commission plus élevée que si celui-ci n'était pas garant, car cette commission comprend à la fois et la rémunération du placement, et l'amortissement des risques courus, la prime d'assurance ; mais alors le syndicat serait mal fondé à réclamer en outre la même commission sur le montant nominal des actions qu'il doit conserver. On peut ajouter encore que le système que nous combattons faciliterait la fraude : voyant l'émission réussir, certains syndicats conserveraient pour leur compte la majorité des titres et se procureraient, grâce à la commission, des bénéfices illicites au détriment du capital social.

Ainsi le syndicat n'a droit à aucune perception sur les titres non placés, et sur les titres écoulés doit faire approuver la commission par l'assemblée générale des actionnaires. Mais à ce second point de vue, sa situation ne se confond pas absolument avec celle du syndicat commissionnaire : en absorbant le stock non placé, le syndicat de garantie est devenu associé, et cet associé touche sur chaque titre placé une somme qui constitue un avantage particulier dont ne bénéficient pas les autres actionnaires ; aussi la commission est elle soumise à l'approbation non plus d'une assemblée ordinaire, mais d'une assemblée constitutive avec les conditions de quorum et de majorité qui lui sont propres (art. 30, loi de 1867).

B. — *Emission à prime.* — Les actions de 100 francs sont émises à 125 francs, et notre droit n'exigeant pas que cette

prime d'émission (1) soit, comme en Allemagne, versée au fonds de réserve, le syndicat la conserve. En a-t-il le droit ? La perception du syndicat est ici légale dans les trois formes de contrat, mais elle est en cas de commission et de garantie soumise aux mêmes conditions que lorsqu'elle est perçue sur le pair. En effet :

En cas de prise ferme, la prime constitue un véritable bénéfice de revente que le syndicat perçoit et dont il fixe la quotité à son gré. Elle ne sera pas portée au bilan annuel ; les tiers qui croiront souscrire et qui, en réalité, seront cessionnaires du syndicat, n'auront pas à la vérifier ni à l'approuver, de même que les apporteurs par indivis qui ont formé entre eux une société n'ont pas, lorsqu'ils font appel au public, à soumettre leurs apports à la vérification de l'assemblée générale des nouveaux actionnaires (2). L'émission est ici, non une affaire sociale, mais une opération personnelle des associés.

En cas de syndicat commissionnaire, la différence de 25 francs perçue par lui constitue sa commission ; la société a donc le droit de lui en demander compte si les statuts n'ont pas prévu cette dépense ou si une assemblée générale ordinaire des actionnaires ne l'a pas approuvée.

Enfin, en cas de garantie, le syndicat touche valablement sa commission, non plus seulement sur les titres placés, mais sur tous, même sur ceux qu'il doit absorber. Et comme il est devenu par sa souscription actionnaire, il devra soumettre à l'approbation d'une assemblée de vérification des avantages particuliers (art. 4 l. 1867) l'ensemble de son prélève-

(1) Sur la nature juridique de cette prime, cf. Wodon et Corbiau, De la nature juridique des primes d'émission, *Rev. prat. soc.*, 1913, p. 72.

(2) Paris, 26 juillet 1887, D. 88.2.145 (Crédit de France).

ment. On a, il est vrai, soutenu que la perception d'avantages sous forme d'un droit de créance ou d'une somme fixe n'est pas soumise à vérification, de même que les apports en numéraire sont dispensés de cette formalité ; y sont seuls astreints, dit M. Thaller (1), « les avantages qui se traduisent sous forme de parts sociales octroyées aux fondateurs », parce que les avantages de cette nature mettent entre les mains des fondateurs des titres négociables grâce auxquels ils peuvent se livrer à des spéculations nuisibles à la société. Mais il semble bien que l'article 4 ait pour but, non pas seulement de réfréner la spéculation, mais de protéger les actionnaires contre l'exagération des avantages, quelle que soit la forme qu'ils revêtent ; d'ailleurs, tandis que la loi dispensait expressément de la vérification les apports en numéraire, elle ne faisait aucune restriction en employant le terme, pourtant très compréhensif, d'avantage particulier. Aussi, d'après l'opinion générale (2), les avantages en espèces sont soumis à vérification, et la prime d'émission ne saurait ici y échapper.

5° *Taux de remboursement des obligations.*

La nature du contrat importe enfin au cas où l'établissement débiteur d'un emprunt sous forme d'obligations viendrait à être mis en faillite ou à entrer en liquidation avant l'amortissement intégral de son capital obligataire. Les obligations sont toujours émises à prime, c'est-à-dire, non pas comme les actions au-dessus du pair, mais au-dessous de ce cours, afin de ménager une prime de remboursement ; les prêteurs produiront alors à la faillite pour

(1) Thaller, *Actions à prime*, *op. cit.*, p. 527 ; *Trailé*, n° 533.

(2) Bédarride, *Des sociétés*, t. I, n° 102 ; Dall., *Suppl. Rép.*, v° *Société*, n° 1290 ; Perceron *op. cit.*, p. 158 ; Houpin, t. n° 485 ; Vavasseur, t. n° 329.

le capital versé à l'origine, indépendamment d'une fraction de la prime sur la détermination de laquelle l'accord de la jurisprudence et de la doctrine n'est pas encore complet. Mais quel sera ce capital originaire ? La somme versée par les tiers, c'est-à-dire le prix de l'émission publique ou celle réellement encaissée par la société après que le syndicat aura effectué un prélèvement plus ou moins considérable ? La réponse est donnée par la véritable date de l'émission ; si le syndicat est le premier souscripteur, son versement forme le capital à rembourser, car on ne peut tenir compte aux acquéreurs postérieurs de la plus-value dont avaient bénéficié leurs titres ; si le syndicat n'est que commissionnaire, le public produira pour le taux d'introduction sur le marché (1) ; enfin, en cas de syndicat de garantie, il faudra diviser les titres en deux catégories.

III. — Critérium pratique de la distinction.

On voit l'importance de la distinction. Malheureusement les trois aspects du contrat passé par le syndicat avec la société se différencient en pratique beaucoup moins nettement que nous ne l'avons laissé entendre. Dans certaines situations le doute est impossible : ainsi le syndicat qui a versé sur les actions émises le premier quart et dont chaque membre a signé un bulletin de souscription, se trouve bien évidemment preneur ferme ; il en est de même si le placement dans le public s'est traduit par un transfert sur les registres de la société ; et en général on peut dire que lorsque le syndicat intervient à l'occasion de la constitution d'une société, il est facile, en examinant les différentes formalités constitutives, de déterminer la qualité en vertu de

(1) J. Le Courtois, Le remboursement anticipé des obligations des Compagnies de chemins de fer, *France judiciaire*, 1879-1880, p. 458.

laquelle il a agi. Mais en cas d'augmentation du capital, il arrive plus d'une fois que le syndicat, pour éviter certaines perceptions ou esquiver certaines responsabilités, n'apparaît pas sur les registres sociaux quoiqu'il soit preneur ferme (1) ; surtout le rôle du syndicat qui introduit des obligations reste le plus souvent dans une complète indétermination. Comment en sortir ?

Les considérations économiques ne peuvent nous être ici d'aucun secours ; sans doute les banques ont pour mission essentielle de servir d'intermédiaires dans la circulation des valeurs mobilières sans agir pour leur propre compte (2) ; mais nous savons qu'aujourd'hui les banques, en de fréquentes occasions, s'intéressent personnellement aux titres qu'elles introduisent.

Nous ne nous attacherons pas non plus aux éléments externes de l'opération, à ses apparences. Veut-on en effet se contenter des expressions employées dans l'acte syndical ? On tombe dans la plus grande incertitude : comme le résultat économique sera le même, que le syndicat ait pris ferme sur-le-champ tous les titres ou seulement le non placé, les banquiers mêlent les termes de prise ferme et de garantie ; tel syndicat formé « pour la garantie et le placement » d'une émission oblige tous ses membres à verser immédiatement le montant de leur part ; tel autre qui se présente comme « preneur ferme » ne les engage que sous la condition suspensive du non placement. Et l'on ne peut

(1) Ou bien le versement du quart a pu être fictif : Bruxelles 8 novembre 1907 précité.

(2) Le tribunal de Bordeaux, 12 décembre 1888, a vu dans un contrat de garantie passé par le Crédit général français pour l'émission d'un emprunt municipal un louage de services ou d'industrie, *Rép. pér. enr.*, n° 7.255.

qu'approuver le tribunal de la Seine (1) lorsqu'il déclare : « Attendu que les syndicats de prise ferme peuvent parfaitement rentrer dans cette deuxième catégorie (syndicats simples courtiers) ; que l'engagement de garantie de l'émission intégrale peut être actuel et immédiat sans que la souscription aux titres cesse d'être subsidiaire et subordonnée aux résultats de l'émission publique ; qu'en dernière analyse, ce n'est pas l'emprunt qui est pris ferme, c'est la garantie qui est donnée ferme (2). »

Mais prétend-on, comme ce même jugement, tirer parti de la position prise par le syndicat vis-à-vis du public, on fait également fausse route. Il est superflu de considérer les termes du prospectus puisque celui-ci constitue bien une pièce du contrat entre le syndicat et le public (cf. chap. III), mais n'a pas trait aux rapports du syndicat avec la société. Quant aux formes de l'émission, c'est à tort que le jugement prétendait que « la souscription publique à date fixe ne laisse au banquier syndicaire que la qualité de courtier, et non celle de vendeur par rapport aux titres souscrits » ; en fait il arrive fréquemment que l'obligation d'émettre à jour fixe soit imposée au syndicat comme condition de la vente, et quoiqu'il devienne propriétaire incommutable des titres ; à l'inverse, la vente de ceux-ci aux guichets d'une banque ou en Bourse peut ne constituer qu'une émission à commission.

En réalité, on chercherait en vain un critérium dans les circonstances extrinsèques de l'opération ; c'est le contrat qu'y lie l'émetteur avec la société ou l'emprun-

(1) Seine, 14 décembre 1906, précité.

(2) Ainsi M. Hausser, dans une étude sur les syndicats de placement, *France écon.*, 18 nov. 1911, qualifie les parts syndicales de « participations de garantie de prise ferme ».

teur qu'il faut étudier dans sa structure interne. Qu'on n'objecte pas que sa véritable nature importe peu, puisque le syndicat existe vis-à-vis des tiers seulement dans la mesure où il apparaît en fait ; car si ce caractère occulte influe sur la détermination des personnes liées vis-à-vis des tiers (cf. Sect. suiv.), il n'altère pas le caractère de leur engagement. Au contraire, les termes et le contenu de la convention permettront de déterminer à coup sûr sa nature. Le syndicat était-il libre de fixer à son gré la date, le taux et les conditions de l'émission ? Devait-il fournir des justifications et des comptes ? En un mot, était-il maître de sa propre affaire ou *negotiorum gestor* ? Prise ferme ou garantie seront essentiellement des questions de fait dont la réponse réside dans l'interprétation de l'acte.

Telle est d'ailleurs la solution que le tribunal de la Seine a récemment adoptée à propos de la taxe sur les opérations de Bourse (1).

(1) Deux jugements, 23 mai 1910, *Rép. pér. enr.*, n° 12.241. Etant donné son importance, voici les motifs principaux du second, relatif à un syndicat formé par le Comptoir d'Escompte pour deux emprunts algérien et tunisien : « Attendu que la question de savoir si le contrat conclu pour assurer le succès d'un emprunt rend ou non le banquier propriétaire des titres de cet emprunt et donne à l'émission faite ultérieurement le caractère d'une négociation ordinaire de valeurs de Bourse est toute d'interprétation ; qu'elle dépend entièrement des conventions arrêtées à ce sujet, en fait, entre les parties dans la convention même ;... que des clauses insérées à ces deux contrats il n'est pas possible de conclure que les dites obligations n'aient pas fait l'objet d'une transmission entre les deux gouvernements d'une part et les sociétés d'autre part ; que la qualité de courtier et d'intermédiaire se trouve déniée implicitement à la société redevable par les termes mêmes du contrat qui stipulent un prix déterminé pour la chose et la mettent à ses risques et périls ; que les limitations apportées au droit des sociétés contractantes relativement à la fixation de la date de l'émission desdites obligations

Seulement en matière fiscale la preuve sera rendue possible par le droit qu'a l'administration en vertu des lois des 23 août 1871 (art. 22) et 21 juin 1875 (art. 7) de prendre communication de tous les papiers et écrits des sociétés sans distinction (1). En matière civile, il n'en est pas toujours de même. Chaque fois qu'une des parties contractantes a à faire la preuve du caractère de la convention, elle peut bien invoquer celle-ci : ainsi la société ou le syndic de faillite agissant au nom de ses créanciers exige-t-il du syndicat un versement complémentaire ? Ils produiront le traité passé par lui et les registres sociaux. Mais parfois le demandeur est un tiers qui n'a pas en mains le contrat : admettra-t-on par présomption que le syndicat est preneur ferme, comme le propose M. Percerou (2), sous prétexte que cette situa-

et au prix auquel elles devaient être offertes au public ne sauraient changer la nature juridique de la convention ; qu'il est constant en effet que pour des raisons esthétiques ou économiques, ou encore en vue de protéger le travail des nationaux, l'Etat ou les villes imposent de pareilles restrictions dans les contrats de vente d'immeubles ou d'adjudication sans que leur caractère juridique en soit même altéré ; qu'on objecte en vain que les prospectus d'émission de ces deux emprunts portés à la connaissance du public et acceptés par lui constitueraient des contrats qui lient directement les gouvernements qui ont emprunté et les souscripteurs qui ont prêté, à l'exclusion du Comptoir d'Escompte qui n'aurait jamais joué que le rôle d'intermédiaire et dont la personnalité disparaît une fois le contrat de prêt consommé par la souscription réalisée ;... que le Comptoir d'Escompte vendait bien pour son propre compte au mieux de ses intérêts et à ses risques et périls des titres dont il était devenu propriétaire. »

(1) La loi du 28 avril 1893 n'a pas restreint le droit de communication accordé au fisc par les lois précédentes : cf. jugements précités. Ce droit lui est d'autant plus nécessaire que c'est à lui qu'incombe la preuve de l'émission : Sol., 5 octobre 1864, *Rép. pér. enr.*, 11^o 2, 128.

(2) Percerou, *op. cit.*, p. 146.

tion, offrant plus de garantie aux tiers, est la plus conforme à l'esprit de la loi de 1867 ? Nous ne croyons pas qu'il y ait lieu d'apporter aux règles de la preuve une pareille dérogation. Mais le tribunal tiendra compte des différents éléments de fait d'où l'on peut déduire la qualité du syndicat ; ainsi on peut supposer que le syndicat qui avance les fonds à l'Etat emprunteur sans recevoir les intérêts jusqu'au jour du placement, est preneur ferme ; au contraire, s'il perçoit les intérêts jusqu'à cette date, il est simple courtier, à moins que le fisc ne démontre que cette perception constitue un avantage supplémentaire adjoint au contrat de prise ferme sans en altérer la nature.

De plus, en cas de remboursement par anticipation des obligataires de la société en faillite, il faut bien tenir compte du rôle extérieur du syndicat ou du banquier émetteur. S'est-il, comme d'ordinaire, présenté comme mandataire de la société, le public a pu croire que celle-ci recevait l'intégralité de la somme versée ; par conséquent, si le syndicat n'a pas indiqué qu'il revendait pour son compte propre, les tiers produiront à la faillite pour le cours de placement et non pour le cours syndical (1). Il en est de même si une série d'obligations, sans faire l'objet d'une émission publique à date fixe, est négociée sur le marché aux cours cotés actuellement par une série antérieure ; le taux de l'introduction déterminera celui du remboursement, alors même que les titres avaient été pris ferme moins cher par un syndicat (2). Mais c'est qu'il intervient ici un autre élément d'appréciation juridique : comme le dit l'arrêt de 1868 précité, « en laissant croire aux tiers que le taux de 275 francs (au lieu de 250) était bien celui de l'émission

(1) Paris, 25 mars 1868 (Chemins de fer de Libourne), S. 68.2. 287.

(2) Paris, 17 mars 1883 (Chemins de fer Nantais), D. 84.2.100.

pour chacun des titres, la Compagnie a engagé sa responsabilité » ; c'est ce quasi-délit qui l'oblige à rendre plus qu'elle n'a reçu.

On ne saurait trop souhaiter en tous cas que les banquiers s'efforcent d'indiquer avec plus de précision la nature du contrat qu'ils rédigent ; bien des difficultés seraient écartées s'ils prenaient la peine de ne pas employer les uns pour les autres des termes différents. Ainsi le contrat de garantie est souvent plus avantageux pour eux que celui de prise ferme : non seulement il est moins onéreux fiscalement, mais il supprime certains litiges au sujet de la perception de la commission, et aussi, nous le verrons, la menace d'une responsabilité contractuelle ; pourquoi les banquiers, au lieu de parler de syndicat de placement, de syndicat pour la réalisation des titres, ou même d'un syndicat de prise ferme incompréhensible ici, n'emploient-ils pas simplement le terme de garantie, en insistant au besoin sur le contenu exact de l'expression ? Ils savent pourtant par des expériences répétées que, loin de les protéger, l'équivoque dont ils s'entourent leur a souvent coûté cher.

SECTION II. — Qui se trouve lié par le contrat ?

SOMMAIRE. — I. Importance de la question, principalement en cas de prise ferme. — II. Analyse des différentes situations pratiques : souscription de chaque syndicataire, souscription par le gérant mandataire, souscription par le gérant porte-fort (Jurisprudence, effets de la ratification des syndicataires), souscription par le gérant prête-nom (la ratification des syndicataires les rend cessionnaires du gérant).

I. — Importance de la question.

Si le syndicat était par nature une société jouissant de

la personnalité morale, le représentant de cet être juridique engagerait le patrimoine social chaque fois qu'il agirait dans la limite de ses pouvoirs. Mais le terme de syndicat n'est, nous l'avons dit, à l'égard des tiers qu'une expression commode pour désigner globalement les acquéreurs, souscripteurs, garants ou commissionnaires des titres émis : le syndicat n'a ni siège social, ni raison sociale, ni patrimoine collectif ; association en participation, il est dépourvu de représentant officiel, et seuls sont engagés individuellement envers les tiers, les participants qui traitent directement avec eux ou qui se révèlent à leurs yeux. Par suite il ne suffit pas, si l'on veut tracer la physionomie du contrat passé par le syndicat avec la société, de déterminer la nature de ce contrat ; il faut encore préciser qui sera engagé envers la société, chacun des syndicataires ou seulement l'un d'entre eux, le gérant. Le problème ne présentera d'ailleurs pas toujours la même importance pratique.

En cas de prise ferme, la question s'est toujours posée devant les tribunaux à l'occasion d'appels de fonds sur les actions (1) émises par une société. Dans la plupart des hypothèses la société est tombée en faillite ou s'est mise en liquidation, et les syndicataires s'efforcent de décliner la qualité d'actionnaire pour se soustraire aux versements complémentaires que réclame le syndic ou le liquidateur. Or, il n'est pas indifférent pour la société que tous les syndicataires figurent au nombre des souscripteurs ou que le gérant soit seul dans ce cas (2). Dans cette dernière situation, en effet, si l'exécution en bourse ne doit fournir qu'une somme inférieure à celle dont la société réclame le paie-

(1) Cf. les arrêts cités plus loin. La question ne se pose pas pour les obligations pour les raisons données *supra*.

(2) C. Levillain, note sous Paris, 9 février 1888, D. 90.2.265.

ment, elle n'a d'action directe que contre le gérant ; elle ne peut exercer contre les participants que l'action oblique de l'article 1166 du Code civil, en subissant alors les exceptions qu'ils peuvent opposer au gérant (1) et le concours des créanciers personnels de celui-ci sur les versements des syndicataires.

Mais ce n'est pas là le seul intérêt de la question. Dans toutes les situations où il importe de savoir qui revêt la qualité d'actionnaire, elle se pose également : par exemple, suffira-t-il que le gérant verse à lui seul une somme équivalente au quart du montant total du capital émis ou ne faudra-t-il pas que chacun des syndicataires souscripteurs verse lui-même la quotité légale sur sa part ? Faut-il porter sur les listes des souscripteurs, à dresser conformément aux articles 1^{er}, al. 4, et 55, al. 3 de la loi de 1867, le nom du gérant (accompagné de six hommes de paille) ou le nom de chacun des syndicataires ? Surtout, lorsque les syndicataires sont les ayants cause du gérant, ils sont des acquéreurs et il faut, pour pouvoir leur réclamer la libération de leurs titres, prouver qu'ils sont devenus propriétaires précisément des titres non libérés. Au contraire, « quand la poursuite s'exerce contre un souscripteur vis-à-vis duquel la créance de la société a pris naissance antérieurement à toute délivrance de papier négociable et se fonde sur un acte indépendant de cette délivrance, si bien que le souscripteur qui aurait négligé de retirer ses titres et ne s'en serait fait attribuer aucun n'en demeurerait pas moins débiteur du montant de la souscription (2) », il en est différem-

(1) Par exemple le gérant avait garanti aux syndicataires qu'ils seraient exonérés de tout appel de fonds : Cass. belge, 25 mars 1909, *Rev. prat. soc.*, 1909, p. 280.

(2) Cf. Paris, 19 février 1885 et conclusions de l'avocat général Sarrut, dans *Journ. trib. com.*, 1885, n° 10.729.

ment : c'est au souscripteur primitif à prouver qu'il a libéré ses titres ou qu'il n'a jamais été propriétaire de ceux sur lesquels on lui demande des versements complémentaires. En effet, dans ce cas, le souscripteur ne doit pas le prix de telles ou telles de ses actions individualisées, il s'engage à payer une somme d'argent, il est débiteur d'une quantité : « Si donc cette dette a été plus tard spécialisée en ce sens que son objet ait été réduit à la libération de certains titres déterminés par des numéros et si les appelants soutiennent avoir libéré ces titres sur lesquels leur engagement se serait concentré par suite de l'attribution qui leur en aurait été faite, il leur appartient de prouver des faits, invoqués par eux comme défense à la demande d'un créancier dont le droit primordial est établi par leur souscription. » La société sera donc, dans cette seconde hypothèse, dispensée d'une preuve très difficile à faire.

Quand le contrat passé avec la société n'est au contraire qu'un contrat de garantie ou de commission, la plupart de ces difficultés disparaissent. La personne qui traite avec la société ne devient pas en effet souscripteur personnel des titres, débiteur direct de leur valeur. En fait les choses se passent ainsi : le gérant traite toujours seul avec la société, tantôt au nom du syndicat, tantôt en son nom personnel ; les tiers parmi lesquels sont introduits les titres, deviennent souscripteurs directs ; de même, s'il reste un reliquat non placé, les titres sont inscrits directement au compte de chacun des syndicataires au prorata de sa part, aussi bien si la société avait à l'origine ignoré l'existence du syndicat que si elle l'avait connue. La personnalité de son co-contractant n'importe plus guère que pour déterminer sur qui pèsent les obligations incombant au mandataire chargé du placement.

II. — Analyse des différentes situations de la pratique.

Les rapports des membres d'une association en participation avec les tiers dépendent essentiellement, nous l'avons déjà vu, de la publicité qui a entouré la personne des participants. Sont-ils restés dans l'ombre, ils n'ont à l'égard des tiers ni droits ni obligations ; ont-ils traité personnellement ou laissé croire à leur engagement collectif, ils sont au contraire tenus directement et solidairement.

On peut donc poser en principe que le gérant du syndicat est seul engagé envers la société, chaque fois que le contrat passé avec celle-ci est apparu comme l'œuvre exclusive et personnelle dudit gérant ; qu'au contraire chacun des syndicataires est lié, lorsque les souscriptions, et plus généralement le contrat, émanent visiblement du syndicat. Dans la seconde hypothèse les syndicataires sont engagés solidairement, à moins que le contrat (1) ne contienne une clause expresse d'exclusion de la solidarité, ou qu'il ne résulte des documents de la cause que la société a traité avec chacun des syndicataires individuellement et les a toujours considérés comme ses ayants cause directs et divis (2).'

L'application de ces règles nous conduit à distinguer quatre situations différentes :

1° Dans un premier cas, aucune difficulté ne se présente : c'est quand *chaque syndicataire est entré en relation avec la société* et a signé un bulletin de souscription qui le constitue sans plus tarder actionnaire ou obligataire.

(1) Nous avons déjà dit que si la clause est insérée, comme il est usuel, seulement dans l'acte syndical auquel la société n'est point partie, elle ne lui est point opposable.

(2) Besançon, 24 décembre 1880 (Soc. des mines de Mourières), D. 91.2.191.

2° Il en est de même quand *le gérant souscrit les actions comme mandataire des souscripteurs*, en produisant une procuration de chacun d'eux et en faisant inscrire leurs noms sur les registres de la société. Personne en effet ne conteste la validité de la souscription par mandataire, ni que le mandant soit alors engagé directement (1). Peu importe même que la procuration n'ait pas été produite, du moment que le nom des mandants est indiqué à la société ; en effet, aux termes de l'article 1985 C. civ., le mandat peut être donné même verbalement (2).

3° Plus délicate est la situation où *le gérant traite seul avec la société « au nom d'un syndicat » ou « pour compte d'un groupe »*, c'est-à-dire en indiquant derrière lui ou à ses côtés l'existence du syndicat dont il dirige la marche, mais *sans révéler le nom de ses membres*.

Il faut alors analyser l'opération comme une *convention de porte-fort sans désignation du tiers*. Le gérant a promis le fait des syndicataires, c'est-à-dire s'est engagé à rapporter la souscription de chacun d'eux. Tant qu'il n'a pas exécuté sa promesse, il reste personnellement responsable (art. 1120 C. civ.) et la société pourrait valablement lui réclamer par exemple un versement complémentaire sur les titres non libérés (3). Mais dès que les syndicataires ont

(1) Houpin, I, n° 449 ; Floucaud-Pénardille, I, n° 318 ; Rousseau, I, n° 1637.

(2) Cass., 14 mars 1860, D. 60.1.258 ; 12 novembre 1867, D. 67.1.408 ; Goirand, I, n° 111. — Parfois en pareil cas la gérance mettra sous des cotes différentes portant le nom des syndicataires les titres qu'elle attribue à chacun d'eux et qu'elle leur remet au fur et à mesure du placement.

(3) Com. Bruxelles, 5 juin 1900, *Rev. prat. soc.*, 1900, n° 1144 ; mais le porte-fort deviendrait-il en pareil cas personnellement souscripteur ou ne serait-il, comme le dit l'article 1120, condamné qu'à des dommages-intérêts ? En Belgique la non-ratification ultérieure

donné leur ratification et que le gérant peut en justifier (1), sa personnalité disparaît et il reste à l'abri de tout recours postérieur, sauf pour la part qu'il a prise à sa charge (2). Au contraire les syndicataires se trouvent, par leur ratification, rétroactivement et irrévocablement souscripteurs, et les titres sont devenus leur propriété sans transfert intermédiaire (3).

Cette construction n'a pourtant pas été unanimement admise. Ne permettrait-elle pas de dissimuler sous le couvert d'une ratification une véritable rétrocession des titres et de rendre ainsi illusoire le recours en versements complémentaires que l'article 3 (modifié en 1893) de la loi de 1867 donne pendant deux ans contre le souscripteur qui a cédé son titre ? En effet, il suffirait que la société admit, par une collusion facile à imaginer, la substitution de tiers cessionnaires aux vrais souscripteurs pour supprimer un maillon de la chaîne des cessions successives. N'est-il pas d'ailleurs plus conforme à l'article 1128 que le ou les tiers pour lesquels le porte-fort s'engage soient expressément désignés dans l'acte ?

du tiers pour lequel a agi le porte-fort rend le porte-fort désavoué personnellement souscripteur des actions qu'il avait témérairement souscrites : articles 34 et 76 de la loi des 18 mai 1873 et 22 mai 1886 ; C. Bruxelles, 9 février 1903, *Rev. prat. soc.*, 1903, p. 204 ; en droit français la question reste controversée.

(1) Il doit en fournir la preuve : Orléans, 16 août 1882, D. 84.2. 36, arg. 3 et 4.

(2) Il n'est pas caution, et si après la ratification des syndicataires l'un d'eux devenait insolvable, la société ne pourrait se retourner contre lui.

(3) Si les administrateurs avaient opéré un transfert sur les registres, cette erreur même ne pourrait faire considérer comme cessionnaires les souscripteurs syndicataires, déclare la Cass. belge, 25 mars 1909, *Rev. prat. soc.*, 1909, p. 280, et *Pas. belge*, 1909. 1.188.

La Cour de Bruxelles et la Cour de cassation belge ont tout récemment repoussé l'objection, et avec raison, semble-t-il. En effet, rien dans les principes de la convention de porte-fort ne paraît s'opposer à ce que le tiers n'y soit pas expressément indiqué, puisque le porte-fort ne promet que son propre fait sans engager autrui (1). Il est vrai que les fraudes sont à craindre. Mais le gérant restera vis-à-vis des tiers personnellement tenu du passif de la société existant au jour de la ratification ; car s'il est vrai qu'entre les mandants et la société la ratification rétroagit jusqu'au jour de l'acte de constitution, il est non moins certain qu'elle laisse intacts les droits acquis par les tiers avant que ceux-ci aient eu connaissance de cette ratification par la publication (2). Les tribunaux, d'autre part, apprécieront si l'espace trop long qui sépare la souscription du gérant de la ratification ne dissimule pas une fraude. N'est-ce pas là d'ailleurs une solution conforme aux principes qui régissent l'association en participation et à l'esprit de l'opération syndicale ? Puisque le gérant a découvert ses

(1) C. Bruxelles, 11 décembre 1907, 7 arrêts (Comptoir international de banque et de change), *Rev. prat. soc.*, 1907, p. 322 ; Cass. belge, 25 mars 1909 précité : « Attendu que si, en précisant l'engagement qui naît d'une clause de porte-fort, le Code civil a surtout envisagé la promesse faite au nom d'un tiers déterminé, — *effecturum se ut Tilius daret*, comme disent les Institutes — la nécessité toutefois de désigner nominativement ce tiers dans la convention ne résulte ni du texte de l'article 1120 qui est général, ni de la nature des droits et obligations qu'engendre la convention prévue à cette disposition ; que la clause de porte-fort n'ayant pas pour objet le fait du tiers mais le propre fait du promettant, on ne peut considérer la désignation du tiers comme essentielle à la validité de la promesse que l'on garantit pour autrui. »

(2) Mahieu, De la souscription d'actions par mandataire et par porte-fort sans désignation dans l'acte de constitution de la personnalité du mandant ou du tiers, *Rev. prat. soc.*, 1903, n° 1409, p. 81.

mandataires, il est logique que, dès l'heure, où ceux-ci sortent de la réserve où ils se tenaient momentanément pour des motifs d'utilité pratique, ils appréhendent directement les titres (1).

Aussi la jurisprudence est-elle en notre sens (2) ; et présumant même en cas de doute que les parties, si elles ne sont pas expliquées, ont voulu établir cette situation, elle a rendu la preuve de la ratification des syndicataires aisée.

L'adhésion pourra être donnée expressément par les syndicataires ou par le Comité de direction du syndicat muni des pouvoirs nécessaires (3). Mais le plus souvent elle sera tacite : elle résultera du fait que le syndicataire s'est laissé inscrire sur la liste des souscripteurs, ou a assisté aux assemblées générales et a participé à ses votes (4) ; ou de ce qu'il a effectué un versement de tant pour cent par action souscrite et a reçu du porte-fort, sans protestation, notification d'une attestation provisoire de la société lui reconnais-

(1) « Attendu que, pour soutenir que la banque gérante n'avait reçu qu'un mandat limité, celui de s'obliger seule vis-à-vis des tiers sans révéler les noms des syndicataires, l'intimé est obligé de traduire les termes « au nom du syndicat » par ceux « pour le syndicat, pour le compte et dans l'intérêt du syndicat », ce qui enlève à ces expressions toute signification et toute portée, puisque toutes les opérations devaient nécessairement se faire pour le compte et dans l'intérêt des syndicataires. » Bruxelles, 11 mai 1889, *Pas. belge*, 1889.2.311.

(2) A la jurisprudence déjà citée il faut joindre Cass. belge, 22 janvier 1885, *Pas. belge*, 1885.1.58 ; Com. Bruxelles, 31 juillet 1901, *Rev. prat. soc.*, 1901, n° 1265 ; C. Bruxelles, 19 janvier 1906, *Rev. prat. soc.*, 1906, p. 111 ; et les arrêts importants rendus à propos de la faillite du Crédit de France : Paris, 19 février 1885 précité ; 28 avril 1887, D. 88.2.105 ; 24 avril 1888, D. 88.2.288 ; Bruxelles, 11 mai 1889 précité. Eod. sens., Levillain, *loc. cit.* ; Pic, note sous D. 96.2.483 ; Dall., *Supp. Rép.*, v° *Société*, n° 227.

(3) Com. Seine, 9 avril 1890, *J. S.*, 1892, p. 426.

(4) Orléans, arrêt précité.

sant la propriété des titres ; ou a adhéré à la mise des actions souscrites dans un syndicat de vente ; ou a échangé les titres partiellement libérés ; ou a désigné à titre de propriétaire un mandat aux fins de le représenter dans tous les droits d'actionnaires à l'assemblée générale (1).

Parfois même toute ratification est inutile parce qu'impliquée par la qualité de syndicataire : quand le syndicat est constitué par les fondateurs d'une société, y entrer, c'est en réalité entrer dans la société et accepter par avance que le gérant souscrive en votre nom (2). C'est en ce sens qu'il faut comprendre les nombreux arrêts rendus à propos de la faillite du Comptoir financier et industriel en 1883, et qui tous décident que le fait d'adhérer au syndicat formé par celui-ci pour l'augmentation de son capital constituait à lui seul les syndicataires souscripteurs (3). Les termes employés par ces arrêts sont trop absolus ; nous savons que l'engagement des syndicataires dépend du point de savoir si leur personnalité a été dévolue, et non pas de leur seule entrée dans le syndicat. Mais dans l'espèce le gérant souscrivait en leur nom et, en raison de leur consentement préalable, on pouvait considérer que leur adhésion au syndicat leur donnait directement la qua-

(1) Cf. jurispr. belge citée *supra*.

(2) « L'adhésion à un syndicat formé par les fondateurs d'une société future pour assurer la vente des actions implique nécessairement pour eux, lorsque l'acte constitutif est passé sans l'intervention personnelle du souscripteur, de la part de ce dernier le mandat tacite, mais accepté, d'acquérir les actions souscrites. Après l'exécution toute ratification était inutile et la propriété des actions était acquise par souscription directe. » C. Bruxelles, 11 décembre 1907, *Pas. belge*, 1908.2.139.

(3) Com. Seine, 12 septembre 1883, *R. S.*, 1883, p. 759 ; Paris, 7 août 1884, *J. S.*, 1886, p. 696 ; Com. Seine, 7 janvier 1885, *R. S.*, 1885, p. 359 ; Cass., 25 mai 1886, sur arrêt Paris, D. 87.1.379 ; Paris, 9 février 1888, D. 90.2.265 ; Cass., 10 avril 1889 sur arrêt Paris, D. 90.1.305.

lité de souscripteurs ; assimilation de fait qui ne doit pas faire oublier les principes posés *supra*.

4^e Enfin *le gérant peut avoir agi en son nom personnel et sans même indiquer qu'il traite pour compte de tiers* : il est alors seul souscripteur à l'égard de la société. Peu importe qu'il ait agi pour son compte ou pour celui des syndicataires : tant qu'il ne révèle pas leur nom, il peut seul être actionné directement, et la société qui aurait appris d'autre part leur existence ne pourrait user contre eux que de l'article 1166 du Code civil (1). Inversement il ne pourrait, pour s'exonérer de son engagement, invoquer la convention syndicale, car celle-ci constitue une contre-lettre inopposable aux tiers (art. 1165 C. civ.) (2).

Dans cette situation il est fort possible, comme nous le verrons plus tard en étudiant les rapports internes entre syndicataires, que le gérant ait acquis les titres pour son propre compte. Mais s'il a agi comme prête-nom pour compte des syndicataires et que ceux-ci ratifient la souscription faite par lui, cette ratification aura-t-elle le même effet que dans la situation précédente ? Les syndicataires vont-ils se trouver souscripteurs directs sans qu'il soit nécessaire d'opérer aucun transfert de titres ?

Au point de vue fiscal la solution n'est pas douteuse ; le droit de mutation se perçoit d'après la propriété appa-

(1) Orléans, 16 août 1882, D. 84.2.36 : « Att. que, s'il résulte des pièces produites par le syndic que de Bonardi fait partie du syndicat et qu'il devra procéder avec Caillard frères et ses co-participants au règlement de ce syndicat, dont les clauses et conventions n'ont pas été révélées à la justice, ces pièces n'établissent pas que de Bonardi ait pris comme syndicaire ou personnellement aucun engagement pour les actions en litige. »

(2) Toulouse, 18 janvier 1887, D. 87.2.131 ; Com. Bruxelles, 24 novembre 1902, *Rev. prat. soc.*, 1903, p. 48.

rente (1). Ici les titres inscrits au nom du gérant le sont ensuite au nom des syndicataires ; il y a là un transfert passible du droit de transmission et de la taxe sur les opérations de Bourse.

Au point de vue civil, il faut donner la même réponse si l'on applique le critérium que nous avons admis. Rien n'a révélé à la société la qualité du gérant ; elle est donc justifiée à le considérer comme seul propriétaire en vertu même des principes généraux de la convention de prête-nom (2).

Si les syndicataires ratifient la souscription et que la société accepte cette ratification en transférant les titres à leur nom, il y a là une cession qui ne libère le gérant de versements complémentaires que deux ans après la date du transfert.

M. Mahieu (*op. cit.*) (3) propose au contraire de laisser la solution de la question à la société qui y est seule intéressée : « La société pourrait soit garder le prête-nom comme actionnaire en se refusant à reconnaître un mandat resté inconnu d'elle au moment de sa constitution, soit agréer ce mandant après qu'il s'est fait connaître en le considérant

(1) « Tout acte qui, en dehors des conditions légales d'une déclaration de command, a pour effet de substituer dans le titre d'acquisition le nom d'un tiers à celui de l'acquéreur opère déplacement du droit de propriété constitué par ce titre et donne lieu au droit proportionnel de mutation. Il en est ainsi notamment dans le cas d'acquisition par un prête-nom. » Dall., *Suppl. Rép.*, v^o *Enregistrement*, n^o 1145.

(2) Cf. Planiol, *Traité*, II, n^o 2271.

(3) M. Mahieu ne fait pas de distinction entre la souscription par porte-fort et celle par prête-nom et semble étendre, à tort à notre avis, à la seconde des arrêts qui se rapportent tous à la première. Le jugement précité du 24 novembre 1902, qui motive l'article, ne semble en contradiction avec les autres que parce qu'il vise une hypothèse différente.

alors comme souscripteur originaire. Elle aurait le choix de l'attitude, et, en tant qu'elle n'aurait pas pris parti, elle pourrait à son gré poursuivre en libération des actions l'une ou l'autre de ces deux personnes. Mais dès qu'elle aurait manifesté sa volonté d'accepter le mandat comme souscripteur, par exemple en inscrivant son nom sur le registre de ses actions nominatives..., ces actes emportant agréation de sa part vaudraient par le fait même décharge vis-à-vis d'elle pour le mandataire prête-nom. »

Nous ne saurions donner à la société une telle initiative. Ce serait ouvrir la porte à toutes les fraudes que l'on objectait à la souscription par porte-fort, et cette fois sans réplique possible. D'ailleurs la société serait parfois la première à se plaindre de ne plus pouvoir atteindre le gérant alors que les syndicaux qu'elle a acceptés se révèlent insolvables ; le respect des droits de ses créanciers exige qu'on ne déroge pas ici aux principes généraux. A la différence du porte-fort, le prête-nom ne disparaît pas rétroactivement par la ratification de ses mandants, et la société le conserve comme souscripteur subsidiaire à côté de ses nouveaux débiteurs (1).

SECTION III. — Validité du contrat.

SOMMAIRE. — I. *Droit commun* : Causes de nullité. — Effets. — Jurisprudence. — II. *Validité de la clause d'option* : Utilité pratique de l'option. — A. Structure juridique de la clause ; comparaison avec la vente directe à option. — B. La clause est-elle licite ? Elle n'équivaut ni à une condition purement potestative, ni à une libéralité sans cause. — C. Les syndicats de Panama.

Le contrat de souscription ferme ou éventuelle ou de

(1) M. de Pelsmacker cite, dans une opinion qui paraît voisine, M. J. Thoumsin, *Jurispr. comm. de Bruxelles*, 1903, p. 235.

mandat que le syndicat passe avec la société émettrice est soumis aux conditions de validité du droit commun. Cependant, l'une des modalités de ce contrat, la *clause d'option*, a soulevé certaines difficultés que nous examinerons dans un paragraphe spécial.

I. — Conditions de validité du droit commun.

Les causes de nullité ou de résiliation du contrat que nous étudions n'offrent aucune particularité appréciable ; que le gérant seul ou tous les syndicaux aient traité avec la société, qu'il y ait souscription ou commission, le contrat est régi par les principes généraux. Les syndicaux ne peuvent naturellement, quand ils sont liés envers la société, lui opposer les exceptions personnelles au gérant ou celles résultant de l'acte syndical, qui pour la société est *res inter alios acta* ; mais ils argueront à bon droit par exemple de leur défaut de consentement lors de la souscription. S'ils sont devenus actionnaires, ils pourront en outre se dégager en invoquant la nullité de la société.

L'action aura pour effet de faire rentrer les syndicaux dans leur mise. Mais si les syndicaux sont actionnaires, encore faut-il distinguer à qui ils opposent la nullité soit de leur engagement, soit, par corollaire, de la société. La nullité pour objet illicite ou défaut d'objet peut être invoquée même contre les créanciers de la société, car, avant de contracter avec elle, ceux-ci devaient examiner si elle était viable ; celle pour vice de consentement ou incapacité ne décharge pas au contraire les syndicaux du passif social, car les créanciers ont traité sur la foi d'apparences régulières, et leur gage doit être maintenu intact (1). Enfin l'inob-

(1) Thaller, *Traité*, n° 364.

servation des prescriptions de la loi de 1867 est également inopposable aux créanciers sociaux, par exemple au syndic de la faillite poursuivant les syndicaux en libération des actions comprises dans sa part (art. 7 et 42, l. 1867) (1).

Ces questions se sont présentées surtout à l'occasion d'augmentation de capital non intégralement souscrites, et particulièrement dans les innombrables procès nés de la faillite du Comptoir Industriel et Commercial en février 1883. Cet établissement, augmentant son capital en 1881, avait fait entrer les principaux participants à cette opération dans un syndicat destiné à écouler leurs titres. Lors de la faillite de la société, les syndicaux déclinerent leur qualité d'actionnaires et se refusèrent à libérer leurs actions sous prétexte que l'augmentation du capital n'avait pas été intégralement couverte ; ils invoquaient non la nullité de l'opération qui eût été inopposable aux tiers (art. 7), mais la nullité de leur engagement faute d'objet ou pour absence de consentement (2). La jurisprudence distingua deux situations : A. La souscription est irrévocable lorsqu'une clause des statuts autorise d'avance la réduction de l'augmentation de capital par décision de l'assemblée générale, alors même que le syndicaux n'a pas pris part à cette assemblée ; ou bien lorsque, en l'absence d'une telle clause, le syndicaux aura pourtant pris part à une assemblée consacrant la réduction ou fait acte d'actionnaire (3) ; B. En cas contraire le

(1) Cf. par exemple : Trib. Guéret, 10 janvier 1888, *La Loi*, 1888, p. 430 ; Paris, 24 avril 1888, D. 88.2.288.

(2) Notes Levillain, D. 90.2.266 et Guénic, D. 90.1.365 ; Wahl, *Etude sur l'augmentation du capital*, 1894, n° 39 ; Dall., *Suppl. Rép.*, v° *Société*, n° 1705,

(3) Req., 25 mai 1886, D. 87.1.379.

syndicataire est délié par la souscription seulement partielle de l'augmentation (1).

Une situation analogue s'est récemment présentée en Italie ; mais la modification apportée aux conditions primitives de l'émission portait non plus sur la quantité de titres placés, mais sur la forme de ces titres : les syndicataires prétendaient faire résilier leur souscription sous prétexte que l'émission, qui devait d'abord porter sur des actions du même type, avait été scindée en émission d'actions ordinaires et privilégiées ; cette modification était essentielle en ce qu'elle était susceptible d'ôter à l'opération ses chances de succès (2).

A un autre point de vue encore, la Cour de cassation vient de décider que le souscripteur souscrivant par l'intermédiaire d'un syndicat était délié de ses obligations d'actionnaire si la société était nulle faute d'objet (3).

II. — Validité de la clause d'option.

Que les banquiers émetteurs prennent ferme à garantie ou à commission les titres à émettre, ils n'assument pas toujours le placement de tout le stock au même tarif. Souvent ils le répartissent en plusieurs catégories, se chargent de la première à certaines conditions et se réservent sur les autres une *option*, c'est-à-dire le droit de les lever, si bon leur semble, au même taux ou à un taux progressif.

Ils trouvent à cette combinaison le grand avantage de diminuer pour une part importante l'aléa de l'opération. Si l'émission est couverte en entier ou tout au moins se des-

(1) Req., 10 avril 1889, D. 90.1.305, cassant Paris, 11 juin 1886, R. S., 1886, p. 523.

(2) Milan, 11 septembre 1908, *Fero italiano*, 1908.1.1139.

(3) Cass., 30 juillet 1912, R. S., 1913, p. 62.

sine favorablement, ils usent de la faculté qu'ils se sont réservée et lèvent l'option, c'est-à-dire se portent acquéreurs fermes ou garants de la totalité des titres. Si au contraire elle échoue ou que les événements politiques ou économiques ou l'état du marché en rendent la réussite improbable ou trop tardive, ils renoncent à l'option et ne gardent à leur charge que la fraction non placée des titres qu'ils ont assumés ; ils n'ont, quant aux autres, aucune obligation, sauf stipulation, assez rare, d'une indemnité de dédit. Vis-à-vis des banquiers, la clause d'option joue donc le même rôle économique que la « clause de guerre » qui leur permet de rompre le contrat en cas de complications internationales.

Quand le placement est effectué non plus par des établissements séparés, mais par un syndicat, l'option se présente pratiquement sous deux formes principales :

1° Ou bien le banquier-chef forme deux syndicats, un pour la prise ferme ou la garantie, et un autre, éventuel, pour l'option. Le préambule de l'acte syndical indiquera alors que la société..... a assuré à la banque une option sur 90.000 titres par exemple ; que 30.000 font l'objet du présent syndicat, et que, pour les 60.000 autres, si la gérance décide de les introduire en tout ou en partie sur le marché, « il sera constitué un deuxième syndicat dans lequel les syndicataires ayant adhéré au présent acte auront droit à une part proportionnelle à leur engagement syndical actuel. »

2° Ou bien le banquier chef, ou tous les syndicataires s'ils sont entrés également en rapport avec la société, formeront un seul syndicat pour les deux fractions de titres. L'acte syndical portera que le syndicat prend ferme ou à garantie 30.000 titres avec option sur les 60.000 formant le solde.

Mais au point de vue de la société, le résultat économique et les rapports juridiques sont les mêmes dans les deux situations ; et dans les deux cas l'option devra être exercée dans un délai assez bref, en général trois mois. Aussi ne nous arrêterons-nous pas plus longtemps à cette distinction.

La clause d'option insérée dans l'acte syndical compromet-elle la validité ? Depuis la crise de Panama les syndicats à option sont suspects ; en effet, les syndicats de ce type que la Compagnie du Canal de Panama avait utilisés (1) pour soutenir l'émission de ses actions et de ses obligations ont été successivement condamnés par les tribunaux correctionnels et civils, la Cour d'appel et la Cour de cassation ; et l'on en a conclu que la clause d'option elle-même était illicite (2). La déduction nous semble exagérée, et la jurisprudence n'a pas, croyons-nous, la portée qu'on lui attribue. On s'en apercevra en étudiant successivement : A. La structure juridique de la clause. — B. Les arguments qui militent pour sa validité. — C. Si la jurisprudence qu'on lui oppose ne s'explique pas par des considérations de fait.

(1) La Compagnie n'avait pas créé l'option, utilisée dans nombre de syndicats de la même époque. C'est seulement des *syndicats dits à 2 fr. 50* et qui n'étaient pas des syndicats à option qu'on peut lui attribuer la paternité.

(2) Pour l'invalidité de la clause d'option, Vallé, *Rapports sur les syndicats de Panama, Journ. off., Doc. Ann.*, 1897, p. 497 et 1898, p. 28 s. ; Pic, note sous D. 96.2 481 ; Chasseriau, *op. cit.*, p. 16 s. ; Boutaud, note sous *Pand. franç.*, 1902.1.385 ; De Pelsmaeker, *op. cit.*, n° 103 ; Mouret, *op. cit.*, n° 43. — Pour sa validité, Baudry-Lacantinerie et Wahl, *Contrats aléatoires*, t. XXVII, n° 370, note 4 ; Angeloni, *op. cit.*, n° 246 s. ; Thaller, *Syndicats*, p. 31.

A. — *Structure juridique de la clause d'option.*

L'origine des syndicats à option proprement dits doit sans aucun doute être cherchée dans cette forme de vente directe de valeurs de Bourse, très usitée particulièrement sur le marché de Paris, qu'on qualifie de *vente à option*. Et par là nous ne faisons pas allusion aux différentes modalités de ventes à prime ou avec faculté que, dans les Bourses de valeurs et de marchandises, on groupe sous cette expression générique (1). Dans les opérations bancaires proprement dites, la vente à option a un sens technique : c'est la convention par laquelle le banquier propriétaire d'un stock de papier qu'il veut écouler, recourt à l'aide de ses confrères et leur consent le droit de lever à leur gré, durant une période déterminée, tout ou partie d'une certaine quantité de titres à un prix convenu. Les formules usitées en pareil cas sont très voisines de celles qu'on rencontre dans les actes syndicaux à option, et ont même visiblement inspiré la rédaction de ces derniers. Voici en effet l'une des plus complètes, que rapporte M. Guilmard (2) : « Nous vous consentons une option de . . . titres au prix de . . . pour une durée de deux mois, du . . . au . . . ; il vous est alloué une commission de cinq francs par titre. Votre intention étant de rétrocéder ces titres dans votre clientèle, dans le cas où ils ne seraient pas l'objet d'un placement sérieux et où ils reviendraient sur la Bourse de Paris dans les trois mois, la commission de placement serait annulée. Néanmoins vous prenez ferme dès maintenant. . . . titres. » Combinaison de la prise ferme et de l'option,

(1) Cf. Lyon-Caen et Renault, III, n° 167, et IV, n° 960 ; M. et A. Méliot, *Dict. financ.*, Paris, 1910, v° *Option*.

(2) E. Guilmard, *De la vente directe des valeurs de Bourse sans intermédiaire*, Paris, 1904, n° 92 s.

commission de placement et retrait de cette commission en cas de placement aux mains de spéculateurs, ce sont des traits que nous avons déjà rencontrés ou que nous retrouverons dans les syndicats.

Il serait, dans ces conditions, logique de construire de la même manière dans les deux cas la clause d'option. La vente à option s'analyse comme une promesse de vente à concurrence du chiffre indiqué et obligatoire pour le promettant durant le temps stipulé ; le preneur la transforme en vente réelle en faisant connaître sa volonté d'user partiellement ou totalement de son droit. De même la société ferait au syndicat une promesse unilatérale de vente, dont celui-ci serait libre de profiter ou non pendant une certaine période. C'est à cette conclusion qu'aboutit aussi M. Angeloni (1) sans faire le même rapprochement.

Pourtant les deux situations ne sont pas absolument identiques. Car, lorsque le syndicat lève l'option, on ne peut dire que la société lui vend les titres. En effet, le syndicat de garantie n'acquiert pas la propriété de ces titres, puisqu'il demeure jusqu'à la clôture de l'opération simple commissionnaire. Si le syndicat se porte preneur ferme, le contrat n'est pas davantage une vente ; la souscription d'obligations constitue, en France au moins (2), un prêt ; celle d'actions, une adhésion au pacte social ; mais il est impossible de considérer comme un acheteur le syndicat exerçant son option.

La clause constitue donc bien de la part de la société une promesse unilatérale obligatoire pendant un temps donné ;

(1) Angeloni, *op. cit.*, n^{os} 256 s.

(2) Lyon-Caen et Renault, II, n^o 562 ; en Allemagne l'émission d'obligations est traitée comme une vente : Cohn, dans le *Endemann Handbuch*, III, p. 865, note 57.

mais la société, au lieu de s'engager à vendre, s'obligera à accepter sur sa demande, le syndicat pour souscripteur prêteur ou actionnaire en cas de prise ferme, à lui accorder sur l'option la même commission de placement que sur la première fraction des titres ou telle autre en cas de syndicat de garantie. L'expiration du délai rendra la promesse caduque ; mais si l'option est déclarée avant l'arrivée du terme, le contrat de nature spéciale dont elle vise la perfection est définitif.

B. — *La clause d'option est-elle licite ?*

Le droit d'opter donne, on le voit, au syndicat une situation privilégiée, puisqu'il est maître, suivant son intérêt, de conclure le contrat ou de s'abstenir. C'est cet avantage qu'on a jugé excessif et où l'on a voulu voir une convention lésineuse entachant le syndicat de nullité. Pour combattre la clause, on a invoqué deux arguments :

1° La clause d'option peut, d'après les uns, se traduire ainsi : « Je lèverai les titres, si je veux. » Or l'article 1174 C. civ. annule les conventions faites sous la condition potestative *si voluero*.

M. Thaller (1) répond que la condition n'est pas purement potestative : « car pour acheter comme pour lever des titres, il ne suffit pas de vouloir, il faut encore avoir l'argent » ; et la levée de l'option ne dépend pas seulement de la volonté du syndicat, mais de circonstances extrinsèques, à savoir la réussite de l'introduction des premiers titres.

Mais il est une réfutation bien plus décisive. L'article 1174 ne prohibe que l'obligation contractée sous condition potestative de la part de celui qui s'oblige : peu importe

(1) Thaller, *Syndicals*, p. 32.

qu'il existe au profit du créancier une condition potestative si le débiteur ne peut se dédire de son engagement (1). Ici le débiteur, à savoir la société, est lié d'une manière définitive, et le syndicat bénéficiaire de la promesse est seul à pouvoir user de la clause *si voluero*.

2° A la base de tout syndicat d'émission, dit-on encore, il y a une convention aléatoire ; le syndicat, en prenant ferme ou à garantie les titres à émettre, assume vis-à-vis de la société les chances de réussite ou d'échec du placement, et sa rémunération n'est que la compensation du risque couru, une prime d'assurance. Mais un contrat aléatoire est nul quand la convention n'est pas faite dans l'intérêt réciproque des parties, quand l'une d'elles procure à l'autre un avantage purement gratuit (art. 1964 C. civ.). Dans le syndicat à option précisément, l'associé n'exerce son option qu'au moment où le public a déjà souscrit les titres et où par conséquent tout aléa a disparu ; le syndicat ne procure à la société aucun avantage puisqu'il ne garantit rien et intervient seulement quand les titres ont déjà trouvé preneurs. Aussi son bénéfice constitue-t-il une libéralité sans cause que la société lésée peut répéter par la *condictio sine causa* (2).

(1) Baudry-Lacantinerie et Barde, *Obligations*, t. VIII, n° 782 ; Planiol, *Traité*, t. II, n° 1401, note 1.

(2) On a présenté le même argument sous une autre forme : le syndicat à option serait nul parce que les associés n'y contribuent pas aux pertes (art. 1855 C. civ.). N'est-ce pas mettre la charrue avant les bœufs ? Ce qui importe ici, c'est la validité non du syndicat, mais du contrat conclu avec la société ; de la solution adoptée dépendra ensuite la validité de la convention entre syndicataires. D'ailleurs l'article 1855 n'a pour but que d'assurer l'égalité entre les membres de la société et ne vise pas les contrats passés par celle-ci avec les tiers.

Ce raisonnement semble contestable.

Si le syndicat se contentait de se réserver une option sans contracter aucune obligation de garantie, il percevrait évidemment un bénéfice gratuit et illicite. Mais dans les syndicats usités en pratique, l'option n'est qu'une clause connexe de la garantie et de la prise ferme. On a tort de les séparer : elles doivent être examinées simultanément. Le syndicataire ne se porte acquéreur ferme ou à garantie d'une quote-part des titres que dans la pensée de profiter d'une option sur le reste ; ou tout au moins il est amené à se contenter d'un bénéfice moindre sur la première fraction dans l'espoir de placer en toute sécurité la seconde. La commission perçue sur l'option constitue donc, non pas une libéralité, mais le complément de la rémunération du syndicat.

De plus il est inexact de dire que le syndicat ne garantit rien sous prétexte qu'il ne lève l'option qu'une fois le placement terminé. Car en fait, il n'attend pas ce moment pour le faire ; il tâte la clientèle, voit comment se dessine l'opération, et, si ses prévisions sont favorables, lève les titres. Le délai très bref qui lui est laissé pour opter ne lui permet pas d'attendre le classement intégral dans le public, beaucoup plus lent qu'on ne le pense en général. Si ses pronostics sont erronés, il courra des risques dont les bénéfices perçus en cas de réussite ne sont que le juste dédommagement.

En eux-mêmes, par conséquent, les syndicats à option ne sont pas dépourvus de cause juridique et demeurent parfaitement licites. Ce qui n'empêche pas qu'ils peuvent également constituer des organismes fictifs destinés à masquer le caractère gratuit de prélèvements effectués au détriment de la société ; il nous reste à montrer que la Cour de cassa-

tion n'a, dans l'affaire de Panama, frappé que ces syndicats de façade, et que son arrêt ne peut faire jurisprudence à d'autres égards.

C. — *Les syndicats de Panama.*

La Compagnie universelle du Canal de Panama eut l'occasion de former pour le placement de ses actions et de ses obligations un grand nombre de syndicats dont les enquêtes parlementaires et les débats judiciaires ont révélé la structure. Ces syndicats se ramènent tous à deux types qu'on a à tort groupés sous le nom de syndicats à option :

1° La première forme (1) fut employée lors de la tentative d'émission qui échoua en 1879, lors de la souscription du capital social en 1880, et lors du placement des obligations simples ou à lots en août 1886, juillet 1887, mars et juin 1888.

Ces syndicats ne constituaient pas des syndicats à option et n'avaient même rien de commun avec les syndicats d'émission proprement dits. Car ils ne garantissaient ni ne prenaient ferme aucune part du capital-actions ou obligations émis. Les syndicataires ne contractaient d'autre obligation que d'effectuer un versement très minime (par titre 2 fr. 50 en 1879, 4 fr. en 1880 et 2 fr. 50 dans les autres émissions) ; si l'opération échouait, cet argent était perdu ; si elle réussissait, au contraire, chacun des associés recevait le remboursement de la somme versée, plus, dans le syndicat de 1880, une somme de 20 francs par action souscrite et une part de fondateur, dans les syndicats suivants, des primes de 20, 15, 10 et 5 francs suivant la quantité d'obligations placées.

(1) Cf. Annexes, sect. I.

Mais en réalité les syndicataires étaient affranchis de tout risque, et leur rôle se bornait, comme le disait M. Vallé, à « faire à la Compagnie une avance dont elle n'avait pas besoin et qui leur était remboursée quelques mois plus tard, au double, ou même au quadruple ». En effet, les versements devaient être remboursés sur les premiers fonds provenant des souscriptions publiques, et il était pratiquement irréalisable que le produit de ces dernières ne fût pas au moins suffisant pour assurer cette restitution. La combinaison syndicale imaginée n'avait d'autre but que de garantir en toute hypothèse aux syndiqués des gains de faveur.

C'est donc à bon droit que la Cour de cassation (1) a jugé que ces gains étaient sans cause juridique et que la société pouvait les répéter. Il y avait là un de ces syndicats fictifs que nous retrouverons à notre chapitre III sous le coup des peines d'escroquerie (C. Paris, 9 février 1893, *J. S.*, 1893, p. 247).

2° La seconde forme (2) avait été utilisée pour les émissions d'obligations de juillet 1882, août 1883 et septembre 1884.

Au contraire des précédents, les syndicats de ce type constituaient de véritables syndicats de garantie à option. Chacun des participants y prenait ferme une fraction des titres émis et touchait une prime de 20 ou 15 francs suivant les émissions, sur chacun des titres de ce stock classés par la Compagnie dans le public. En outre, le syndicat

(1) Cass., deux arrêts, 11 décembre 1900, Banque d'Escompte, Banque Transatlantique et Bloch c. Lemarquis, D. 1901.1.257 ; les syndicats d'actions n'avaient pas été poursuivis, le premier s'étant soldé en perte, et le second ayant fait courir à ses membres des risques sérieux.

(2) Cf. Annexes, sect. I.

pouvait, jusqu'à la veille de la répartition, lever une option égale aux deux cinquièmes en 1882, aux trois quarts en 1883, et à l'entier en 1884 des titres pris ferme ; il touchait sur les titres de l'option placés une prime de 15 ou 10 francs.

D'après les explications précédentes, un tel syndicat ne porte en soi aucune tare fondamentale, le bénéfice de l'option n'étant accordé qu'en rémunération de la prise ferme. Mais le tribunal de la Seine et la Cour de Paris ne virent pas cette connexité. Pour eux, chacune des clauses formait un tout distinct et indépendant. Celle de prise ferme exposait le preneur à un risque suffisant pour justifier son bénéfice, quoique ce risque ait été très restreint, étant donné que le syndicat garantissait seulement une fraction des titres émis et que les premières souscriptions du public devaient être appliquées aux titres syndiqués ; au contraire, la seconde clause, isolée de l'autre, constituait évidemment une libéralité sans cause. Aussi les syndicataires furent-ils condamnés à restitution.

Nous avons déjà vu par où juridiquement péchait cette argumentation. Mais on s'explique que les tribunaux, avant tout juges d'équité, l'aient employée ici : l'atmosphère de corruption entourant les syndicats de Panama était si épaisse qu'on pouvait à bon droit y voir des robinets sans autre but que de dégorger sans bruit sur les amis et les relations des administrateurs de la Compagnie les fonds versés par les obligataires. Il est permis de penser que si, aujourd'hui, la validité d'un syndicat à option honnête faisait l'objet d'un débat judiciaire, le rapport étroit qui relie la prise ferme à l'option apparaîtrait en évidence et que la licéité du syndicat serait reconnue.

CHAPITRE II

RAPPORTS INTERNES DES SYNDICATAIRES.

LE FONCTIONNEMENT DU SYNDICAT.

Nous nous sommes placés jusqu'ici exclusivement au point de vue de la société ou de l'emprunteur qui voulaient se décharger des risques de l'émission. Mais de cette position, nous ignorions le syndicat et ne pouvions déterminer ni si derrière les personnes qui apparaissaient à nos yeux s'en dissimulaient d'autres, seules responsables en réalité, ni si ces individualités étaient associées entre elles. Il nous faut maintenant pénétrer dans l'intérieur du syndicat, et ordonner les rapports complexes qui unissent ses membres.

La première difficulté à résoudre est celle de la condition des titres au cours de l'opération syndicale. Comment ceux-ci, confiés par la société au syndicat, parviennent-ils au public ? Les syndicataires ne possèdent-ils pas sur eux certains droits réels, au moins dans certaines situations ? Selon les différentes modalités, la construction qui supporte le syndicat s'équilibre de manière différente, et nous reconnaitrons au fur et à mesure les différentes formes syndicales dont nous avons déjà mentionné l'existence.

Dans une deuxième section, nous étudierons les rapports du gérant avec les syndicataires et les rapports réciproques de ceux-ci au cours du syndicat.

Ensuite se poseront les problèmes relatifs aux causes de disparition du syndicat et à leurs effets.

Enfin, nous examinerons les sous-syndicats que dans maintes hypothèses les syndicataires traînent à la remorque.

SECTION I

Condition des titres au cours du syndicat.

SOMMAIRE. — Complexité du problème. — I. *L'émetteur a pris les titres à garantie* : le syndicat de garantie. — II. *L'émetteur a pris les titres ferme* : nécessité de faire des sous-distinctions. — A. Si chacun des syndicataires est l'ayant cause de la société, ils restent propriétaires dans le syndicat de prise ferme. — B. Le gérant a traité en son propre nom, mais soit pour compte des syndicataires : ceux-ci deviennent immédiatement propriétaires des titres ; soit pour son compte propre : il peut former alors soit un syndicat de garantie, soit un syndicat de prise ferme dont les membres sont ses ayants cause. Le gérant est dans ce cas vendeur des titres aux syndicataires : discussion des objections ; la fonction de directeur du placement n'absorbe pas celle de vendeur. — III. *Critérium pratique*. — IV. *Titres exclus des ventes et titres bloqués*. — V. *Titres rachetés*.

La question de la condition des titres au cours du syndicat ne nous est pas pleinement inconnue. Les principes que nous avons formulés en étudiant la nature juridique du syndicat d'émission et la propriété des apports dans l'association en participation trouvent ici à s'appliquer. En outre, la réponse est conditionnée par la nature du contrat de prise ferme, garantie ou commission que la société passe avec la personne ou le groupe qui se charge de l'émission, autrement dit avec l'émetteur. Mais cette dépendance n'implique pas qu'on puisse toujours déduire de ce contrat la nature du syndicat : si l'émetteur qui a pris les titres à garantie ne peut former un syndicat de prise ferme, rien n'empêche celui qui les a pris ferme pour son compte

de former un syndicat de garantie ; d'autre part, la banque qui a traité avec la société a pu rétrocéder l'affaire à un tiers au lieu de former elle-même le syndicat.

Cette subordination relative rend la matière difficile à éclaircir : il faut à la fois laisser au syndicat assez de jeu pour qu'il fonctionne librement, et, d'autre part, veiller à ce qu'il se raccorde avec les cadres précédemment établis. Nous séparerons, à cet effet, le contrat de garantie passé par l'émetteur de celui de prise ferme ; puis, nous distinguerons en cas de besoin suivant les rapports directs ou indirects que les syndicataires ont avec la société.

I. — L'émetteur a pris les titres à garantie.

La construction du syndicat est alors des plus simples, et la question de propriété des titres ne se pose pas au cours de son fonctionnement. En effet, la société remet les titres au gérant, qui seul en général a traité avec elle, comme le commettant met ses marchandises en dépôt dans le magasin du commissionnaire, ou bien le gérant est autorisé à délivrer lui-même des certificats provisoires. Quant aux syndicataires, ils ne font à la participation aucun apport, ce qui est, nous l'avons vu, parfaitement licite, ou, s'ils prennent part au placement, ils n'apportent que leur industrie. Ici l'on peut vraiment dire que le syndicat porte non sur l'émission elle-même, mais sur ses résultats, et qu'il y a *syndicat de garantie*. Ses membres s'engagent à partager les bénéfices réalisés, déduction faite de la commission de placement et des frais, et à répartir entre eux les pertes, c'est-à-dire à lever les titres non placés. Au moment de cette répartition, les titres entrent directement dans leur patrimoine sans passer par celui du gérant, même au cas où celui-ci avait primitivement pris l'opération pour son compte propre.

II. — L'émetteur a pris les titres ferme.

Quand les titres se trouvent souscrits avant leur introduction dans le public, leur condition au cours du syndicat a besoin au contraire d'être précisée avec soin ; passent-ils directement du patrimoine du gérant dans celui des tiers souscripteurs ou ne font-ils pas un stage intermédiaire dans celui des syndicataires ?

Non que la solution enlève au syndicat sa nature d'association en participation, puisque dans celle-ci peu importe le propriétaire des apports. Mais une fois déterminés par quels patrimoines passent les titres avant de parvenir au public, on saura qui des intermédiaires, gérant ou syndicataires, les a *in bonis* ; qui par suite peut les revendiquer en cas de faillite, et doit supporter les risques ; à l'action de quels créanciers ils sont exposés ; enfin le fonctionnement du syndicat peut donner lieu à la perception de certains droits fiscaux, particulièrement à la taxe sur les opérations de Bourse (1), à côté de ceux auxquels est soumis le contrat passé par le gérant avec la société (Cf. chap. précédent).

Distinguons suivant que les syndicataires entrent tous en rapports directs avec celle-ci ou que seul le gérant apparaît à ses yeux.

A. — *Chacun des syndicataires est l'ayant cause immédiat de la société ou de l'emprunteur.*

Cette situation se présente, nous le savons, quand les

(1) La question de propriété importe aussi pour la perception du droit de transmission si les titres syndiqués sont nominatifs et soumis au droit lors de chaque transfert. Mais en pratique ils sont presque toujours au porteur, et dans ce cas l'abonnement annuel court dès leur souscription, c'est-à-dire dès la prise ferme, et par quelques mains qu'ils passent ensuite.

souscriptions émanent visiblement des syndicataires, soit qu'ils aient traité personnellement avec la société, soit que le gérant ait été leur mandataire, soit qu'ils aient ratifié la promesse faite par lui au nom du syndicat.

Par le seul fait de la souscription, les titres sont donc parvenus entre les mains des syndicataires, et puisque ceux-ci en sont propriétaires immédiats et irrévocables, le syndicat qu'ils forment pour le placement mérite le nom de *syndicat de prise ferme*.

Mais quelle est la condition des titres qu'ils apportent dans ces syndicats ?

Les syndicataires ne les conservent pas en caisse, mais les remettent ou les laissent entre les mains de la banque gérante. On pourrait penser qu'ils les versent dans une caisse sociale et que le gérant opère le placement de ce capital en nature. Mais nous avons déjà vu que le syndicat association en participation ne possède pas de capital social, et qu'en principe chacun de ses membres garde sur sa mise un droit de propriété opposable même aux tiers, pourvu qu'elle présente un caractère d'individualisation suffisante pour ne pas se confondre avec les apports des autres participants. Une clause syndicale dit parfois que le banquier chef est « dépositaire des titres » ; même en son absence il faut appliquer les règles du dépôt. Par conséquent, si les titres remis au gérant pour le placement sont nominatifs, ils restent propriété des syndicataires, et ceux-ci ont, au cas de faillite du gérant, un théorique droit de revendication ; il est vrai que, s'ils sont au porteur, ce dépôt est irrégulier et que les syndicataires, ne pouvant plus opposer aux tiers leur qualité de propriétaire en raison de la confusion qui s'est opérée dans la caisse du gérant, perdent leur droit de revendication

(art. 525 C. comm.) (1). Néanmoins, dans l'intérieur du syndicat, chacun de ses membres est resté propriétaire : par conséquent ils ont droit aux coupons qui pourraient échoir pendant le syndicat et la répartition du stock non placé ne constitue pas une mutation de propriété (2).

M. Meyer (3) objecte alors que si chaque syndicataire reste propriétaire de ses titres, il peut les réclamer au cas où par exemple il aurait une occasion favorable de les écouler ; pour éviter cette alternative nuisible aux autres associés, il faudrait qu'une clause expresse enlevât aux syndicataires cette faculté de congé. Mais ce serait là, croyons-nous, une stipulation inutile. Exiger la livraison immédiate des titres qui lui appartiennent serait de la part d'un syndicataire rompre le contrat de société sans justes motifs, et le gérant du syndicat pourrait refuser de s'exécuter (art. 1871 C. civ.).

D'ailleurs nous savons que les parties sont maîtresses de régler par leurs conventions la condition des apports dans la participation, et par suite de rétrocéder les titres au gérant ou même d'en former un patrimoine, non pas social, mais indivis. Les tribunaux examineront en cas de doute l'acte syndical et la manière dont l'opération est relatée sur les livres du gérant.

(1) Eod. sens., Angeloni, *op. cit.*, n° 154 ; Cass., 25 novembre 1900, D. 1902.1.473, note Thaller.

(2) Néanmoins si l'acte syndical vient à être enregistré, le droit d'apport (0. 20 0/0) sera perçu sur les titres syndiqués ; car ce droit est exigé non seulement quand il y a mise en commun dans un capital social, mais dès qu'il y a emploi dans un intérêt commun : Cass., 30 décembre 1884 (Syndicat formé par le Crédit général français), *J. S.*, 1882, p. 605 ; Wahl, *op. cit.*, I, p. 12, note 3 ; Bourges, 3 avril 1912, *Rép. pér. enr.*, n° 12.688.

(3) Meyer, *op. cit.*, p. 127.

B. — *La société ne connaît que le gérant qui a traité seul et en son propre nom.*

Ici l'opération est plus complexe et il faut procéder à de nombreuses distinctions ; car il ne suffit pas de se placer au moment où les propriétaires des titres les mettent en syndicat. Jusqu'ici le banquier seul contractant originaire est seul propriétaire ; le reste-t-il ou bien chaque syndicataire n'acquiert-il pas les titres de ses mains avant de les apporter au syndicat à titre de mise dans la participation ?

Les doctrines allemande et italienne sont favorables à la première thèse. Mais dire que le gérant reste seul propriétaire des titres pris ferme serait admettre une complète antinomie entre cette situation et la précédente, où chaque syndicataire est, sans doute possible, propriétaire de sa part dans les titres syndiqués. Il serait préférable d'unifier les différentes formes syndicales, si rien ne s'y oppose. D'autre part les coupons échus pendant le syndicat ne tombent pas dans le patrimoine du gérant, mais sont remis par lui aux syndicataires ou portés à leur compte ; comment l'expliquer si le gérant était resté propriétaire de tous les titres ?

Examinons la situation respective du gérant et des associés dans les différents cas :

1° *Le gérant peut avoir acquis en son nom, mais pour compte des syndicataires* (1).

Alors, quoique le gérant reste aux yeux de la société ou de l'emprunteur seul propriétaire, les titres souscrits appartiennent à chaque syndicataire au prorata de sa part d'intérêt dans le syndicat (2). En effet, le gérant du syndicat a joué le rôle d'un commissionnaire d'achat qui ne révèle pas

(1) Peu importe, nous l'avons vu, que ceux-ci aient ou non ratifié la souscription du gérant.

(2) De Pelsmacker, *op. cit.*, n° 35.

le nom de ses commettants. Les effets de ses actes se produisent dans sa personne, il devient créancier ou débiteur des tiers avec qui il a contracté et peut réclamer la livraison des titres, alors que la société n'a contre les syndicataires dont elle connaît l'existence que l'action oblique. Mais ce principe n'est exact que par rapport aux tiers ; dans les rapports entre commettants et commissionnaire, ce qui a été fait par celui-ci est réputé l'avoir été par les premiers, et les droits des commettants sont les mêmes que si le commissionnaire avait agi en leur nom (1). Donc il faut admettre que les valeurs souscrites par le gérant sont dans l'intérieur du syndicat devenues immédiatement et par ce seul fait propriété des syndicataires. Point n'est besoin que le gérant procède entre eux à une répartition des titres par numéros ; l'individualité de ces titres leur est indifférente pourvu que leur droit porte sur un nombre de titres égal à leur part syndicale.

Dans ces conditions on ne peut voir dans la formation du syndicat une cession faite par le gérant aux syndicataires, et il n'y a pas lieu d'en dresser répertoire et de payer la taxe établie par la loi du 28 avril 1893, article 28, sur « toute opération de Bourse ayant pour objet l'achat et la vente de valeurs de toute nature » (2). Enfin le gérant n'occupe pas dans le syndicat la situation prépondérante d'un vendeur,

(1) Lyon-Caen et Renault, III, n° 481 : « Pourvu que les tiers soient désintéressés dans la question, ... le commettant a le droit d'agir comme créancier, débiteur ou *propriétaire*. » Le droit allemand est au contraire obligé de rejeter cette construction du syndicat : von Ziegler, *op. cit.*, p. 35, parce que le commissionnaire d'achat y devient propriétaire des objets acquis même à l'égard de ses commettants : Cosack, *Droit commercial*, Trad. Mis., 1904, I, p. 324.

(2) Mais l'introduction dans le public constitue une cession, puisque les titres pris ferme se trouvent déjà émis.

ce dont nous verrons plus loin les conséquences (1).

Une fois réglée l'acquisition des titres, nous nous trouvons dans la même situation que lorsque les syndicataires sont entrés en rapports directs avec la société. Le syndicat est un « *syndicat de prise ferme* » ; chacun de ses membres y apporte ses titres, tout en en gardant la propriété, et le gérant les écoule pour compte commun. Si les titres sont restés nominatifs et inscrits au nom du gérant, il en effectuera le transfert aux noms des tiers acquéreurs, sans que ceux des syndicataires aient jamais figuré sur les registres de la société. C'est seulement s'il reste à la clôture de l'opération un non placé à répartir entre les syndicataires que leur personnalité sera révélée à la société et qu'ils deviendront titulaires des titres appliqués à chacun d'eux ; mais alors, comme le droit de mutation se perçoit sur la propriété apparente, leur inscription sur les registres à la place du gérant donnera lieu à la perception du droit de 0.75, comme s'il y avait en fait transmission de propriété.

2° *Le gérant a acquis en son nom et pour son propre compte.*

Il peut alors introduire dans le public, à ses propres gui-

(1) M. Angeloni, *op. cit.*, p. 119, note 1, prétend que le gérant d'une participation ne peut jamais être assimilé à un commissionnaire, car il n'agit pas pour le compte d'un sujet de droit unique ou collectif, mais pour son compte propre, et son but est « non pas d'effectuer et de répartir autant de transferts de propriété que d'opérations, mais de répartir simplement les gains et les pertes résultant finalement de l'association ». Mais cette doctrine nous semble trop absolue ; dans la participation, la volonté des contractants est souveraine, et on peut admettre que, dans les cas où cette situation leur serait plus avantageuse, les syndicataires ne confient au gérant que la mission de commissionnaire. Il est vrai qu'il est en même temps associé, mais cette qualité n'exclut ni n'absorbe la première ; de même nous verrons dans d'autres hypothèses le gérant à la fois vendeur et associé.

chets et sans se ménager l'appui d'un syndicat, les titres devenus sa propriété. Mais s'il fait appel à un syndicat, il faut à nouveau faire une sous-distinction :

a) Le gérant peut rester provisoirement seul propriétaire des titres et former un *syndicat de garantie* où chaque membre se porte acquéreur conditionnel du stock im-placé (1). Il ne se produit donc sur-le-champ aucune muta-tion de valeurs. Le syndicat opère sur les titres du gérant, sans que les autres adhérents aient effectué aucun apport ou aucun autre que celui de leur industrie.

Mais lors de la répartition entre syndicaux du reliquat non écoulé, la condition se réalise et les titres distribués passent du patrimoine du gérant dans celui des syndicaux ; leurs noms seront substitués alors à celui du gérant sur le registre des transferts.

b) Le gérant peut au contraire former un *syndicat de prise ferme* ; alors, au lieu de rester propriétaire, il cède sur-le-champ aux syndicaux les titres qu'il a souscrits. En-suite se déroule le processus déjà indiqué : les syndicaux apportent les titres, sans cesser toujours d'en être proprié-taires, au moins dans leurs rapports internes, jusqu'à com-plète absorption par le public. L'opération s'effectue en fait par constitut possessoire ; le gérant garde dans sa caisse les titres, sans en faire la répartition puisqu'ils sont fongi-bles, mais en devient simple détenteur dépourvu de l'*animus rem sibi habendi* (2). La taxe sur les opérations de Bourse est due immédiatement sur tout le stock rétrocedé par le

(1) Le contrat peut être ici conditionnel, car il ne s'agit plus de souscrire, mais d'acquérir les titres déjà émis.

(2) Laskau, *op. cit.*, p. 25 ; construction voisine dans Thaller, *Syndicals*, p. 20 *in fine*.

gérant à ses associés ; mais il n'y a pas à parler du droit de transmission puisque, comme nous l'avons déjà vu, le gérant reste jusqu'à la dissolution du syndicat seul souscripteur vis-à-vis de la société.

Dans ces deux dernières hypothèses, nous avons représenté le gérant comme vendant aux syndicataires soit tous les titres syndiqués, soit le reliquat non placé à la liquidation de l'opération. La qualité de vendeur tenu à garantie lui a pourtant été déniée dès la première étude consacrée aux syndicats, celle de Sydow (1), et la doctrine étrangère est restée depuis ferme dans son opposition.

Elle se base sur l'argumentation suivante :

Même dans les cas où le gérant a traité en son propre nom avec la société, on ne peut admettre que les syndicataires lui achètent les titres pris ferme. En premier lieu, la volonté des participants est sans aucun doute opposée à cette acquisition, puisque le syndicat tend précisément à écouler les titres dans le public et qu'il ne les lève qu'en cas d'échec. D'ailleurs rien dans les formules usitées dans les actes syndicaux ne montre, chez les prétendus acheteurs, une telle intention (2) ; comment, dans les expressions usuelles : « Il est formé entre les adhérents au présent acte un syndicat ayant pour but la prise ferme et la réalisation », ou « de garantir et réaliser le placement de . . . » et « Les syndicataires sont engagés dans l'opération chacun pour le montant de sa participation », comment lire un contrat d'achat-vente ? Puis, en perdant la propriété, le gérant perdrait son droit de libre disposition sur les titres et devrait obéir aux indications de son acheteur, alors qu'au contraire il garde sur eux les pouvoirs les plus complets. Enfin, le

(1) Sydow, *op. cit.*, p. 456 s. et les auteurs cités *supra*, p. 173 note 1.

(2) Angeloni, *op. cit.*, p. 29.

banquier-chef n'accomplit pas, en écoulant les titres, des ventes portant sur les actions de chaque syndicaire, mais opère une cession globale, quoique successive, des valeurs émises.

Il résulterait de tout ceci que restent propriétaires des titres au cours du syndicat ceux qui les possédaient avant sa formation, en l'espèce le gérant. Sans doute, les auteurs étrangers ne lui contestent pas le droit de faire au syndicat un taux plus élevé que celui auquel il a lui-même soumis. Mais, dit un arrêt de la Cour supérieure d'Empire (1), « il n'y a pas vente partout où, en fin de compte, l'opération se traduit par la prise d'une chose contre un prix convenu d'avance » ; la commission du gérant est ici un bénéfice prélevé sur la conclusion du contrat de société, non un gain de revente. Quant aux syndicaires, ils n'ont pas de droit réel, mais seulement des droits personnels ; l'essence du syndicat, ce n'est ni l'acquisition ni le placement qui incombent au seul gérant ; son objet est le partage des gains et des pertes, c'est-à-dire non l'affaire elle-même, mais ses résultats (2).

A notre avis, si dans beaucoup d'hypothèses le gérant n'a pas la qualité de vendeur, soit qu'il revête celle du commissionnaire, soit que les syndicaires aient acquis d'autre part la propriété des titres, il n'est pourtant pas niable que,

(1) 20 avril 1875, *R. O. II. G.*, t. XVII, p. 197, arrêt rendu d'ailleurs à l'occasion d'un sous-syndicat ; cf. aussi, *R. O. II. G.*, 10 mars 1874, t. XIII, p. 310.

(2) « Das Wesen der Consortialbeteiligung liegt nicht darin, Mittheilung der Aktien zu erwerben, sondern lediglich in der Gemeinschaftlichkeit des Begebungsprojectes », dit Pinner, *das deutsche Aktienrecht*, Berlin, 1889, p. 34 ; « Die Gemeinschaftlichkeit von Gewinn und Verlust ist das wesentliche », dit Von Ziegler, *op. cit.*, p. 37.

dans d'autres, les syndicaux ne soient ses cessionnaires, quoique cette explication puisse entraîner de coûteuses conséquences fiscales. Les auteurs étrangers ont attaqué cette construction parce qu'ils ne prévoyaient que la combinaison de ce contrat d'achat avec un contrat de commission ; le gérant ayant vendu les titres au syndicat recevrait de lui le mandat de les revendre au public. Nous avons reconnu également l'insuffisance de ce système (1) ; le gérant n'est pas seulement un commissionnaire, il est l'associé des syndicaux. Mais rien ne s'oppose à ce que préalablement à l'acquisition de cette qualité, il ne revête celle de vendeur. Le contrat de société n'absorbe pas le contrat d'achat (2), mais le présuppose. Sans ce dernier, le mécanisme du syndicat de prise ferme serait contradictoire ; prise ferme signifie acquisition immédiate de la propriété des titres ; aussi quand le syndicat entre directement en rapports avec la société, chacun de ses membres devient-il sur-le-champ souscripteur, c'est-à-dire acquéreur ; pourquoi en serait-il autrement quand le syndicat est l'ayant cause, non de la société, mais du gérant ? La fonction juridique de ce dernier doit se dédoubler ; il est cédant avant d'être chargé de la direction du placement.

Qu'on ne prétende pas alors que la volonté des parties tend précisément à n'acquérir si possible aucun des titres ; car de ce que le but final des syndicaux est de les placer

(1) Cf. *supra*, p. 174 s.

(2) « Rétrocession des titres et fonctionnement du syndicat sont sans doute dans l'esprit des opérateurs choses connexes. Mais la connexité de deux contrats n'empêche pas de les soumettre aux règles spécifiques qui les gouvernent l'un et l'autre. Un vendeur, par exemple, qui se réserve de demeurer locataire de son acheteur pendant plusieurs années, tombe sous les règles du contrat de louage aussi longtemps que durera son bail. » Thaller, *Syndicals*, p. 24.

tous dans le public, ne suit pas qu'ils n'en ont jamais dans l'intervalle été propriétaires ; ainsi l'acheteur à terme a l'intention de revendre avant la liquidation, et pourtant, en cas d'échec de sa spéculation, il n'est pas douteux qu'il ait conclu un contrat d'achat ; l'objection de Sydow repose sur une confusion entre les mobiles qui déterminent les syndicataires à s'engager et la volonté de s'engager qu'ils manifestent clairement (1).

Il est vrai que l'acte syndical ne traduit pas toujours en termes précis leur intention. Souvent pourtant il sera assez explicite (2). « La société gérante apporte au syndicat qui les prend ferme au prix de 125 francs l'une 8.000 actions anciennes, et au même prix, 7.000 actions nouvelles de la société », ou « Le syndicat achète les actions ci-dessus désignées libérées du quart, soit 250 francs, au prix de 272 fr. 50 et les réalisera pour compte commun au prix de 300 francs », ou « Il est formé entre les signataires un syndicat ayant pour objet : 1° l'achat de 110.000 obligations 5 0/0 or de... au prix de 432 fr. 50 ; 2° la vente en commun de ces obligations à 462 fr. 50 par voie de placement ou de vente en Bourse, ou par tout autre moyen (3) ». Et d'ailleurs, le silence de l'acte syndical ne serait pas très surprenant ; ses clauses règlent avant tout les conditions du placement, le cours syndical et le cours d'émission ; quant au reste, la convention est avant tout de bonne foi, et l'acte qui la constate réduit au strict nécessaire.

(1) Angeloni, *op. cit.*, p. 27.

(2) Cf. Annexes, sect II.

(3) A la suite d'un acte contenant une formule analogue, le tribunal de la Seine a obligé chacun des syndicataires à faire aux acquéreurs le transfert de leurs actions ; il les considère donc comme propriétaires : Com. Seine, 7 octobre 1879, *J. S.*, 1882, p. 612.

Les autres objections tombent d'elles-mêmes en adjoignant au contrat de vente une association en participation ; les syndicataires renoncent pour la réussite du placement à leur droit de disposition, et le gérant écoule, non les titres de chacun d'eux, mais le stock syndiqué. (1).

III

On voit combien de combinaisons, même en restant dans les généralités, la trame du syndicat d'émission est susceptible de présenter ; il serait vain dans notre matière d'éliminer comme impossible telle ou telle situation, car la pratique viendrait bientôt opposer un démenti à tout système qui se prétendrait définitif. Seule est admissible une construction aux cloisons suffisamment mobiles pour permettre l'installation à tout moment de nouveaux arrivants.

Aussi, quand un syndicat est l'objet d'un litige, la détermination du cadre qui s'adapte le mieux à sa structure est-elle délicate et toute de fait. Pour préciser si chacun des syndicataires est l'ayant cause direct de la société, et d'autre part si le syndicat est de prise ferme ou de garantie, on recourra aux critères signalés dans le chapitre premier de ce titre, *mutatis mutandis*. Quant à dire si le gérant avait traité pour son compte ou pour celui des syndicataires, seul l'examen du rôle qu'il a tenu peut le permettre. A cet égard, le moment de la conclusion du contrat pourra servir d'indication (2) : si le syndicat est formé avant la conclusion

(1) On comprend que la doctrine italienne repousse ce système parce que l'article 236 du Code de commerce d'Italie exige, comme nous l'avons déjà dit, que la propriété des apports appartienne au gérant de la participation ; mais les articles 48 et suivants de notre Code ne formulent aucune prescription de cette nature, et les parties peuvent régler librement la propriété des titres syndiqués.

(2) D'après certains arrêts du Reichsgericht (I. XX, p. 198 ;

du contrat avec la société ou l'emprunteur, le gérant sera présumé avoir agi pour le compte des syndicataires ; dans le cas opposé, on peut admettre la présomption inverse ; mais toujours sauf preuve contraire.

En cas de doute, on interprétera la convention syndicale conformément au droit commun (art. 1156 et s. C. civ.), c'est-à-dire en suivant les usages, en donnant à chaque clause le sens qui résulte de l'acte entier et en tranchant les difficultés en faveur de celui qui a contracté l'obligation ; par conséquent, on adoptera de préférence les situations où les syndicataires se trouvent ayants cause directs de la société, parce qu'elles impliquent des mutations de propriété moins nombreuses (1).

IV. — Titres exclus des ventes et titres bloqués.

Parfois tout le papier que la société a confié ou cédé aux émetteurs n'est pas, pour diverses raisons, introduit dans le public ; l'émission est réduite à un pourcentage ou à une fraction déterminée du stock à placer, soit que le marché n'en puisse absorber davantage, soit que les syndicataires désirent garder en portefeuille assez de titres pour s'assurer la majorité dans les assemblées générales, ou pour se réserver personnellement un gain que l'opération permet d'es-

t. XXVI, p. 46), tout syndicaire ou sous-syndicaire entrant dans le syndicat après la conclusion du contrat avec le Geldnehmer fait une opération d'acquisition (*Anschaffungsgeschäft*) soumise au droit de mutation ; au contraire l'adhésion antérieure au contrat est une acquisition directe des mains du Geldnehmer.

(1) En Allemagne, où, depuis le nouveau Code de commerce, le syndicat forme une société, M. Meyer (*op. cit.*, p. 126) pour éviter le droit de mutation, propose de spécifier dans l'avis de clôture (*Schlussnote*) que chaque syndicaire est seul propriétaire de sa quote part.

compter. L'acte syndical dira alors que « chaque participant peut *exclure des ventes*, ou mettre hors vente, un nombre déterminé de titres, à charge d'en faire la déclaration au moment de la signature du présent acte. Les titres exclus des ventes ne pourront être négociés sur le marché pendant la durée du syndicat ».

Pour éviter que ces titres ne viennent en sous-main concurrencer le placement fait par le gérant pour compte commun, et entraver une opération dont une direction coordonnée et centralisée peut seule assurer la réussite, on convient souvent que le stock hors vente sera laissé, ou, s'il a déjà été réparti, sera déposé dans la caisse de la banque gérante : « Les actions qui n'ont pas été mises en syndicat, ou celles exclues des ventes devront être déposées dans les caisses de... et y resteront *bloquées* pendant toute la durée du syndicat. »

La condition juridique de ces titres exclus des ventes ou bloqués n'offre pas de difficultés.

Si les syndicataires sont propriétaires des titres, la clause de mise hors vente ne change pas leur situation. Si, au contraire, ils étaient acquéreurs conditionnels dans un syndicat de garantie, le fait d'exclure certains titres équivaut à se porter à leur égard preneurs ferme et à en devenir sur-le-champ propriétaires ; la preuve en est que le plus souvent, et sauf clause de blocage, ils pourront sur-le-champ lever ces titres. Ainsi le syndicat n'est plus « de garantie » que partiellement.

Quant à la clause de blocage, elle n'altère pas la condition des titres. Si ceux-ci sont nominatifs, elle vaut convention de dépôt régulier ; chacun des participants reste propriétaire des objets déposés qui lui seront restitués en nature à la fin du consortium. Si les titres sont au contraire

au porteur, et constituent des choses fongibles en raison de leur absolue identité juridique et économique, le dépôt est irrégulier (1) ; nous nous retrouvons alors dans une hypothèse analogue à celle étudiée *supra* (p. 268) où chaque syndicataire remet au gérant ses titres, non plus pour les séquestrer provisoirement, mais pour les écouler ; quoiqu'ils restent propriétaires, les déposants ne peuvent revendiquer leur bien contre les tiers que sous certaines conditions.

V. — Titres rachetés.

Une clause de l'acte syndical déclare en général que « la gérance aura notamment le droit de procéder à des rachats jusqu'à... 0/0 des titres vendus ». Ces rachats serviront à créer un marché, à stimuler les cours ou à lutter contre une campagne de baisse. Nous en étudions d'autre part la validité ; mais dans la mesure où l'opération est licite, quelle est la condition des titres rachetés ?

Ici encore nous donnerons la même solution que précédemment : les titres rachetés ne restent pas la propriété du gérant. Admettre le contraire serait illogique après ce que nous avons dit tout à l'heure ; de plus, s'il restait à la liquidation du syndicat quelques titres rachetés et qui n'avaient pu être revendus, leur répartition entre syndicataires cons-

(1) Eod. sens., Angeloni, *op. cit.*, n° 162. — Mais nous ne pouvons saisir pourquoi l'auteur italien reconnaît : 1° que les titres au porteur devenus propriété des syndicataires en raison de leur mode d'acquisition gardent cette condition lorsqu'une clause syndicale déclare le gérant dépositaire (n° 163) ; 2° que, au contraire ils passent dans le patrimoine du gérant en l'absence d'une pareille clause (n° 154). L'obligation où il se trouve de faire une pareille distinction nous semble militer en faveur de notre opinion d'après laquelle, sauf clause expresse, chaque syndicataire devient et reste propriétaire ; l'explication cadre ainsi avec les deux situations.

tituerait une vente donnant lieu à la taxe sur les opérations de Bourse ; comment d'ailleurs distinguer parmi les titres confondus dans la caisse du gérant ceux provenant de la souscription primitive ou des rachats ?

Nous disons donc que le banquier chef opère les rachats à titre de commissionnaire. Mais on ne peut plus dire ici que chaque syndicataire devient propriétaire d'un nombre de titres égal à sa part syndicale ; sur les titres rachetés, les syndicataires ne peuvent avoir qu'un droit proportionnel à leur engagement, une quote-part de propriété, un droit de copropriété. Comme les conséquences de cette copropriété sont, à la fin du syndicat, les mêmes que celles d'une propriété entière, tous les titres non placés sont à cette date répartis entre associés sans qu'on ait à s'inquiéter de leur origine.

SECTION II

Rapports des syndicataires entre eux au cours du syndicat.

SOMMAIRE. — I. *Principe*. — II. *Formes de la gérance* : gérant unique, comité. — III. *Rapports du gérant avec les syndicataires*. — A. A titre de fondateur du syndicat : gérant vendeur, gérant commissionnaire d'achat, conséquences ; — B. A titre de chef du syndicat : gérant chef d'une participation unique ou centre d'une série de participations de but commun ; — C. A titre de directeur des opérations de placement : gérant mandataire des syndicataires. — IV. *Obligations du gérant* : doit-il fournir des renseignements au cours du syndicat ? — V. *Pouvoirs du gérant* ; revue de la jurisprudence (conclusion des accords utiles, répartition entre syndicataires, droit de réduction des parts syndicales, fixation des dépenses d'émission, cours et mode de placement, commission de placement, rachats, etc.). — VI. *Droits et obligations des syndicataires* : a) vis-à-vis des tiers ; b) vis-à-vis du gérant ; c) vis-à-vis des autres syndicataires.

I

Le fonctionnement du syndicat établi entre ses mem-

bres certains rapports d'obligation dont il faut préciser l'étendue. Les plus importants naissent entre le gérant et les syndicataires ; dans une lumière moins vive se présentent ensuite les relations réciproques de ces derniers.

Le principe dominant de la matière sera la liberté pleine et entière laissée par l'article 48 du Code de commerce aux participants de former des syndicats « pour les objets, dans les formes, avec les proportions d'intérêt et aux conditions » de leur choix, en respectant toutefois les règles juridiques d'ordre public.

Etudions d'abord la gérance, car c'est en général dans le mécanisme syndical le seul organe expressément organisé et doté d'une individualité distincte ; elle en est le point central, elle lui donne l'impulsion, en dirige la marche, et détermine le moment de sa dissolution.

II. — **Formes de la gérance.**

Souvent la banque qui a formé le syndicat en garde pour elle seule la gérance et apparaît seule aux tiers.

Nombreux sont cependant les actes syndicaux qui s'efforcent de donner aux adhérents un gage d'impartialité en confiant la gérance à un Comité pris parmi les participants ; une clause dira par exemple : « Le syndicat est géré par une commission de trois membres, dont l'un sera obligatoirement un des administrateurs de la société désigné par le conseil. Les autres seront nommés par les membres du syndicat qui à cet effet auront une voix par part souscrite. » Plus souvent la convention indique seulement que la direction appartiendra à un Comité de trois membres sans préciser leur mode de désignation, ou en ajoutant qu'ils seront « pris parmi les principaux participants ». La banque d'origine y mettra alors des membres de son conseil d'ad-

ministration ou des hommes de paille. Les syndicataires pourraient-ils s'élever contre ce procédé et demander à participer au choix des gérants? Question de fait. Il faut examiner si l'intention des participants lors de la formation du syndicat était de posséder voix au chapitre, ou si la personnalité des membres du Comité ne leur était pas indifférente, pourvu qu'ils fussent choisis parmi les syndicataires (1).

En cas de pluralité de gérants, chacun d'eux a le droit de faire seul tous les actes intéressant le syndicat (art. 1857 C. civ.), même sans délibération préalable. Mais l'acte peut stipuler qu'aucun des gérants n'agira sans le concours de ses collègues et que les décisions seront prises à la majorité des voix. D'ailleurs, tous les membres du Comité ne s'engagent pas toujours personnellement envers les tiers. Le soin de traiter peut être laissé à l'un d'eux qui sera seul lié directement. Les autres gérants se bornant à des actes d'administration intérieure ne trahissent pas leur qualité; ainsi dans la société en commandite la gestion interne par les commanditaires ne constitue pas un acte d'immixtion entraînant leur responsabilité solidaire (2).

III. — Rapports du gérant avec les syndicataires.

Le rôle du gérant du syndicat et ses rapports avec ses

(1) Dans un acte syndical où le nom des gérants avait été laissé en blanc, la Cour d'Aix, 29 novembre 1883, *J. S.*, 1885, p. 675, déclare que, pour que le syndicat soit valable, le gérant aurait dû être désigné par une délibération de la majorité des syndicataires ou accepté de la même manière; mais dans l'espèce il semble bien que le motif déterminant de la nullité ait été l'agiotage opéré par la société sur ses propres actions.

(2) Cass., 21 décembre 1863, *D.* 64.1.166; et pour la participation, Cass., 8 juin 1912, *R. S.*, 1913, p. 8.

associés varient beaucoup suivant les espèces. C'est lui en général qui prend l'initiative de former le syndicat, mais la part des autres syndicataires dans cette création peut être plus ou moins importante ; de même le lien qui unit les banquiers groupés autour de lui peut être plus ou moins serré ; ce n'est guère qu'au point de vue du placement que la situation reste toujours la même. Précisons donc sa condition vis-à-vis des syndicataire.

A. — *A titre de fondateur du syndicat.*

La phase de création du syndicat ne donne pas toujours naissance à des rapports juridiques spéciaux entre gérant et syndicataires : ainsi lorsque chacun de ceux-ci souscrit personnellement et directement les titres, la mission du gérant est restreinte aux opérations de placement. Mais souvent le gérant s'interpose entre la société dont les titres font l'objet de l'émission et le syndicat, et nous avons vu alors que, suivant les circonstances, il revend les titres aux syndicataires ou il agit pour leur compte à titre de commissionnaire d'achat ou de mandataire. Il y a entre la situation du gérant vendeur et celle du gérant commissionnaire des différences réelles, quoiqu'il ne faille pas en exagérer l'importance (1).

1° Relativement au cours auquel le syndicat prend les titres ferme ou à garantie (cours syndical, cours d'application, Uebernahme-cours).

(1) C'est d'après cette différence de situation que M. Thaller, *Syndicats*, p. 19 s., distingue les syndicats pour la prise et l'écoulement des titres des syndicats pour l'écoulement des titres seulement. Mais le mode d'acquisition des titres n'a sur la structure interne du syndicat qu'une influence très minime, et nous avons vu qu'il ne saurait servir à établir des types syndicaux caractérisés.

Si le gérant n'est que commissionnaire, il doit compte à ses commettants des conditions dans lesquelles le bloc des titres lui a été attribué par la maison d'origine ; il peut sans doute percevoir une commission, mais sous réserve de l'acquiescement des autres syndicaux et seulement si le placement s'est effectué avec bénéfice, c'est-à-dire au-dessus du cours d'acquisition. Au contraire, le gérant est-il vendeur ? Il repasse aux adhérents les titres aux conditions qu'il fixe lui-même, car il prélève un gain de revente dont il n'a pas à justifier. Si par exemple les obligations attribuées au banquier-chef à 400 francs sont cédées par lui à 450 francs au syndicat et placées à 485 francs, il touche 50 francs par titre ; si l'émission ne peut se réaliser qu'à 450 francs, il perçoit le même bénéfice, alors que les syndicaux ont fait une opération blanche, et parfois même sont en perte parce qu'ils ont à supporter une fraction des dépenses.

Il faut avouer d'ailleurs que cette différence est plus apparente que réelle. Car, quoique vendeur, le gérant stipule souvent à son profit dans l'acte syndical, une commission supplémentaire (1) ; et commissionnaire, il prélève sous le manteau, à titre de frais d'émission, une dîme incontrôlable.

2° Quant à l'obligation de garantie qui, vis-à-vis des syndicaux, pèse sur le gérant vendeur (art. 1641 C. civ.), non sur le commissionnaire.

3° Relativement au privilège (2) qui garantit le rembourse-

(1) Par conséquent, de la clause attribuant au gérant une commission, on ne pourra rien déduire quant à la nature du syndicat, contrairement à ce que dit M. Angeloni, *op. cit.*, nos 205 et 206.

(2) Ce privilège appartient au gérant même s'il n'a pas individualisé les titres de chaque syndicaux par une répartition préalable. Nous avons vu en effet (p. 271) que les syndicaux n'en sont pas moins devenus propriétaires d'un certain nombre de titres foncibles ; eod. sens., Thaller, *Syndicats*, p. 21 *in fine*.

ment des avances faites par le gérant pour compte des syndicataires. Ce privilège est tantôt celui du commissionnaire (art. 93 C. com.) (1), tantôt celui du vendeur de meubles (art. 2102 al. 4 C. civ.).

Supposons alors un syndicataire tombé en faillite qui néglige ou refuse de lever sa quote-part du stock non placé ; le gérant commissionnaire possède, sans qu'il ait eu besoin de le stipuler expressément, un nantissement commercial sur les titres et peut les vendre huit jours après sommation, conformément à l'article 93 du Code de commerce ; le privilège du vendeur, au contraire, ne facilite pas au gérant la réalisation de son gage, à moins qu'il n'ait, par une convention spéciale, assimilé son droit de rétention à un gage commercial (2).

Distinction plus théorique que pratique ; car si le syndicat se clôture par la répartition d'un reliquat, c'est que le placement n'est pas possible, et le gérant ne peut espérer par une vente rapide rentrer dans ses débours ; il évitera d'ailleurs de lâcher sur le marché des titres qui accentueraient la dépréciation des cours.

En tous cas, là se bornent quant aux rapports internes d'obligation les différences entre le gérant vendeur et le gérant commissionnaire.

B. — *A titre de chef du syndicat.*

Comme chef du syndicat, la situation du gérant vis-à-vis de ses associés varie selon qu'ils font tous partie de la même association en participation ou qu'ils ont adhéré chacun de

(1) A condition d'admettre que l'article 95 accorde le privilège même au commissionnaire acheteur : cf. Lyon-Caen et Renault, III, n° 495.

(2) Thaller, *Syndicats*, p. 23.

leur côté à un contrat qui les lie avec le gérant sans créer entre eux aucun lien. Ce sont là deux situations qui, nous l'avons déjà dit, se présentent dans la pratique. En principe, comme la participation est une société de personnes, on admettra que tous les syndicataires sont réciproquement associés. Mais en fait, il n'y a guère que dans les syndicats entre grosses banques (1) que les participants adhèrent au contrat en raison du crédit dont jouissent leurs co-associés. Dans les groupements qualifiés d'une manière usuelle de syndicats d'émission, les syndicataires ignorent fréquemment leur adhésion mutuelle et ne traitent qu'en considération de la personne du gérant ; on ne peut alors leur attribuer l'intention de s'associer avec les autres syndicataires. Chacun d'eux forme avec le gérant une participation, dans laquelle il prend une part des risques, le gérant assumant à son égard tout le reste (2).

Cette distinction présente de l'importance au point de vue des rapports entre syndicataires et des causes de dissolution du syndicat. Mais elle influe en outre sur les droits du gérant :

1° Quant à la formation du syndicat.

Si le syndicat est une association homogène, il n'est constitué définitivement qu'au moment où tous les syndicataires ont signé le contrat social ; d'autre part, dès cette heure, la liste des adhérents est close, et le gérant ne pourrait en admettre de nouveaux sans l'acceptation de tous les

(1) Il en est de même dans les syndicats de Bourse et de vente.

(2) Sydow, *op. cit.*, p. 443 ; Lastig, *op. cit.*, I, p. 772 ; Ring, *op. cit.*, I, p. 179 ; Pinner, *op. cit.*, sous l'article 187, H. G. B. ; Thiwissen, *op. cit.*, p. 61 ; Dernburg, *op. cit.*, p. 534 ; Laskau, *op. cit.*, p. 31 ; Goldmann, *das Handelsgesetzbuch*, t. II, Berlin, 1905, p. 815 ; Angeloni, *op. cit.*, n° 52 ; Silbernagel, *op. cit.*, p. 118 ; Grzimek, *op. cit.*, p. 51 ; Fürth, *op. cit.*, p. 43.

membres actuels. Au contraire, quand le syndicat est formé d'une addition de participations de deux personnes, chacune de ces participations est parfaite dès qu'à l'offre du gérant s'est joint le consentement du syndicaire (sauf une clause soumettant l'engagement de ce dernier à la condition du placement parmi les banquiers de toutes les parts syndicales) ; de son côté le gérant est libre de disposer de tout le reste des titres, et de les répartir entre les syndicataires qu'il choisit seul.

2° Quant au cours syndical.

Le gérant ne peut faire à certains syndicataires des conditions plus avantageuses qu'aux autres, du moment où ils sont tous associés ; à moins de convention contraire, car aucun principe ne s'oppose dans les sociétés au partage inégal des gains et des pertes. Au contraire, le banquier n'encourt aucune menace de nullité si, lorsque les différents syndicataires traitent individuellement avec lui, il favorise certains d'entre eux à l'insu des autres. Néanmoins les contrats conclus devront être identiques dans leurs clauses essentielles, car les nouvelles conditions ne peuvent nuire aux droits acquis par les premiers adhérents (1). Ainsi ne peuvent varier le total des titres faisant l'objet de l'émission, le taux minimum de réalisation, la durée du syndicat, le mode de placement, et toutes les stipulations auxquelles on ne peut toucher sans affecter l'intérêt des autres syndicataires et leur donner une action en résiliation ; mais rien ne s'oppose à la fixation de cours d'application différents.

(1) Sydow, *op. cit.*, p. 144 ; Angeloni, *op. cit.*, n° 54.

C. — *A titre de directeur des opérations de placement.*

A cet égard la condition du gérant varie peu (1). Dans le syndicat de prise ferme, puisque chaque syndicataire reste propriétaire des titres syndiqués, le gérant agit à titre de mandataire de ses associés, sauf pour la part qu'il a prise à son compte (2). Dans le syndicat de garantie il agit à la fois comme mandataire de la société et comme mandataire du syndicat.

IV. — **Obligations du gérant.**

Les précisions que nous venons d'apporter à son rôle nous permettent de passer rapidement sur ses obligations au cours du syndicat.

L'acte syndical est ordinairement à peu près muet sur ce sujet. Le gérant doit alors, selon les principes généraux, montrer dans la mission à lui confiée la diligence du bon père de famille, du commerçant ordinaire ; il est un mandataire salarié responsable des fautes qu'il commet dans sa gestion (art. 1992 C. civ.).

Parfois il prend à sa charge les frais de publicité, d'impression et de timbrage des titres ; ou il fait pour compte des syndicataires l'avance des versements exigés par la société ou l'emprunteur, en stipulant pour cela un taux d'intérêt déterminé.

Le gérant n'a pas besoin, pour remplir son mandat, d'attribuer aux syndicataires nominalement un nombre d'ac-

(1) La qualité de directeur du placement vis-à-vis des syndicataires est tout à fait distincte de sa qualité vis-à-vis du public telle que nous la retrouverons dans notre chapitre III.

(2) Le gérant peut n'avoir conservé pour son compte aucune part dans le syndicat.

tions numérotées égal à celui à concurrence duquel ils sont entrés dans la participation (1) ; cette individualisation ne peut être exigée qu'à la fin du syndicat.

Dans les syndicats italiens, dit M. Angeloni (2), le gérant s'engage souvent à donner aux associés, sur leur demande, tous renseignements relatifs à la marche de l'affaire syndicale ; à défaut d'une pareille clause, ajoute-t-il, il faudrait la sous-entendre et même déclarer nulle toute clause enlevant aux syndicataires le droit d'exiger des informations et de se faire communiquer à tout instant les livres du gérant dans la mesure où ils concernent le syndicat (3). Car tout associé doit être en mesure de connaître l'état de sa propre affaire, et d'autre part « le mandataire est obligé d'avertir son mandant de tous les faits susceptibles de le déterminer à révoquer ou à modifier le mandat » (art. 353 C. com. italien).

Nous ne possédons en France aucun texte semblable ; d'ailleurs le gérant n'est point un mandataire ordinaire : il est irrévocable (4), de sorte que les renseignements qu'il communiquerait aux syndicataires leur seraient de peu d'utilité. Enfin le principe de liberté des conventions qui régit la participation permet à ses membres de s'interdire toute immixtion et tout contrôle au cours des affaires so-

(1) G. Lyon, 13 août 1884, *J. S.*, 1892, p. 91 ; C. Paris, 30 décembre 1885, *J. S.*, 1887, p. 168.

(2) Angeloni, *op. cit.*, n^{os} 174 s. — Il en est de même en Allemagne ; chacun des syndicataires a le droit individuellement d'obtenir une représentation des comptes (art. 716-721 C. civ.) ; et tous collectivement ont un droit de communication (art. 666 C. civ.) : Worrings, *op. cit.*, p. 29.

(3) Il ne s'agit pas ici de la dispense de rendre compte à la clôture du syndicat, que nous retrouverons plus loin.

(4) Rousseau, II, n^o 3046.

ciales ; en l'absence dans nos actes syndicaux d'une clause analogue à celle signalée en Italie, il faut interpréter les pouvoirs très larges donnés au gérant comme une renonciation des syndicataires à réclamer avant la dissolution du syndicat aucune précision.

V. — Pouvoirs du gérant.

L'acte syndical fixe généralement les pouvoirs du gérant par une clause très compréhensive : « Le syndicat sera géré par la banque. . . qui sera investie des pouvoirs les plus étendus pour sa gestion et sa liquidation. Elle fera. . . et généralement tout ce qui sera nécessaire dans l'intérêt du syndicat, les pouvoirs ci-dessus mentionnés n'étant qu'indicatifs et non restrictifs. » Il faudra donc entendre les pouvoirs du gérant de la manière la plus large ; étant donné les décisions soudaines et l'action immédiate qu'exige souvent l'émission, le directeur du syndicat a besoin de ses coudées franches. « Il ne doit pas, dit M. Thiwissen, être un instrument mécanique au service du consortium, mais prendre en main dans toutes les directions l'intérêt de celui-ci ; il faudra par suite le tenir pour engagé à déroger aux conventions primitives, si leur exécution était susceptible de causer un dommage manifeste au consortium (1). » Néanmoins seule l'urgence absolue peut justifier une violation du contrat sans approbation préalable ; en principe le gérant doit rester dans la limite de ses pouvoirs tels qu'ils sont déterminés par le texte de l'acte syndical, et en cas de doute par les règles d'interprétation du droit civil.

Passons en revue les plus importants des actes qu'il accomplit. La gérance reçoit la mission :

(1) Thiwissen, *op. cit.*, p. 64.

1^o *De conclure tous traités, tous accords utiles.* — Ceci concerne principalement les conventions à passer avec la société dont les titres font l'objet de l'émission, et se rencontre plus particulièrement quand le syndicat s'est formé avant d'entrer en rapports avec elle. Le gérant devra rester dans les limites de son mandat, ce qui constitue en général une question de fait. Plusieurs points ont pourtant déjà été solutionnés par la jurisprudence :

A. Quel est le sens de la clause : « le gérant pourra faire *au nom du syndicat*, toute souscription aux actions de... » ? Nous avons déjà vu (chap. I, sect. II) que les tribunaux ont dû trancher la question à propos de la faillite du Crédit de France, et qu'ils ont fort justement décidé que le mandat de souscrire au nom d'un tiers emporte l'obligation et le droit pour le mandataire de souscrire, non en son nom, mais en celui de ses mandants ; cela *a fortiori* quand le but du syndicat exige que le gérant ne figure pas seul comme souscripteur (1). De sorte que les syndicataires ne peuvent se dis-

(1) « Considérant que prétendre que la Banque d'Epargne et de Crédit dût seule figurer en nom sur la liste des souscripteurs, de sorte qu'elle fût seule engagée de sa personne envers le Crédit de France, c'est méconnaître absolument le caractère et les exigences d'une combinaison qui ne pouvait réussir qu'à la condition d'être dissimulée avec le plus grand soin ; qu'afin d'entraîner le public à la hausse, il fallait avant tout lui faire croire que l'affluence des demandes d'actions était l'effet d'un mouvement spontané de l'opinion, et pour cela se couvrir du plus grand nombre de noms possibles, en évitant de donner prise au soupçon d'accaparement et de spéculation ; qu'en conséquence, lorsque les participants ont chargé la Banque d'Epargne et de Crédit de souscrire « au nom du syndicat », ce qui d'ailleurs ne pouvait être pris à la lettre, le syndicat n'étant point une personne civile capable de s'obliger, il n'y a point à douter que dans leur intention commune la souscription dût être faite au nom du syndicat. » Paris, 19 février 1885, D.85.2. 181 ; cf. aussi autres arrêts cités p. 246 note 5, et aux annexes sect. I l'acte syndical objet du litige.

penser de prendre livraison des titres dont ils se trouvent acquéreurs, alors même qu'ils auraient d'autre part un recours contre le gérant pour exécution incomplète de son mandat (1).

B. — *Quid* si le gérant d'un syndicat fondé pour l'achat et le placement d'un nombre limité de titres d'une société dépasse le maximum fixé? Il le fait à ses risques et périls, et est sans droit pour réclamer le remboursement des sommes avancées par lui pour compte du syndicat (2).

2° *De faire bénéficier le syndicat des traités ainsi conclus.* — A ce sujet deux questions se posent :

A. — La convention indiquera en général un cours syndical auquel les syndicataires devront lever les titres en cas d'échec de l'opération, et qui, en cas de réussite, déterminera la mesure du bénéfice syndical. La fixation de ce cours ne saurait être laissée complètement à l'appréciation du gérant; ce serait là une clause léonine, permettant à celui-ci de s'attribuer la totalité des bénéfices (art. 1855) et soumettant à une condition purement potestative un des éléments essentiels du contrat; elle en entraînerait par suite, à notre avis, la nullité (art. 1174).

Mais que décider si l'acte syndical, sans donner expressément au gérant un tel pouvoir, a, comme dans de récentes émissions, omis volontairement de donner le cours syndical? La nullité ici ne s'impose pas, mais il faut éviter que les syndicataires soient à la merci du gérant. En Allemagne, dans une espèce où les actions d'une société avaient été souscrites primitivement par quelques banques qui les cédèrent ensuite à des syndicataires sans

(1) Trib. Com. Bruxelles, 8 juin 1903, *Rev. prat. soc.*, 1903, p. 330.

(2) Com. Seine, 29 avril 1890, *J. S.*, 1892, p. 384.

indiquer à quel taux : « En l'absence d'une clause contraire le syndicataire entre pleinement dans les droits et obligations du souscripteur primitif qui lui a cédé sa part ;... par conséquent, en cas de doute, le cours syndical est égal au pair », a dit la Cour suprême d'Empire (1). Plus exactement, faute de convention, les syndicataires peuvent exiger le bénéfice des conditions stipulées par le gérant à son profit (2) ; ce qui leur procure en cas d'émission d'obligations à prime un cours syndical, non pas égal au pair, mais souvent très au-dessous.

B. — Le gérant, après avoir traité avec la société, n'est pas obligé de répartir les titres entre les syndicataires ; ceux-ci deviennent, nous l'avons vu, propriétaires directement ou par constitut possessoire d'une fraction de la masse prise par lui ; ce n'est qu'à la dissolution du syndicat qu'ils peuvent exiger l'attribution nominale de titres numérotés.

Néanmoins une répartition peut devenir nécessaire si le gérant n'a pas garanti à chacun des syndicataires une quantité de titres irréductible : il arrive fréquemment, en effet, qu'ayant adressé simultanément à un grand nombre de banquiers des exemplaires de l'acte syndical, le gérant reçoive en retour des demandes de parts dépassant le stock à couvrir et se voie obligé de réduire les engagements syndicaux ; il procède alors à une répartition dont le résultat est notifié aux intéressés (3).

Mais ceux-ci n'ont-ils pas le droit de protester contre

(1) *R. O. II G.*, 10 mars 1874, t. XIII, p. 309 ; *cod. sens.*, Pinner, *op. et loc. cit.* ; Laskau, *op. cit.*, p. 30.

(2) Grzymek, *op. cit.*, p. 43 ; Fürth, *op. cit.*, p. 41.

(3) Le cas ne se présente, on le voit, que quand les syndicataires ne sont liés qu'avec le gérant et non entre eux.

cette réduction qui, si les opérations du syndicat sont couronnées de succès, diminue leur bénéfice ? Il faut distinguer deux cas :

a) Parfois le gérant stipule ce droit de réduction soit dans l'acte syndical, en ajoutant à la clause finale : « Je soussigné, déclare adhérer au syndicat pour une participation de . . . » les mots : « sauf réduction » (*Vorbehaltlich der Reduktion*), soit dans la lettre d'avis y jointe, qui contiendra par exemple : « Nous nous réservons de réduire à concurrence de . . . 0/0 les participations que nous vous avons attribuées. Avis vous serait éventuellement donné avant le. . . ».

Dans cette situation, il ne semble pas que la réduction opérée par le gérant soit attaquable. Juridiquement la convention s'analyse ainsi : la banque s'oblige à concéder une fraction déterminée des titres, mais sous la condition que la somme des participations ne dépassera pas la masse à placer ; si la condition se réalise, chacune d'elles sera proportionnellement réduite (1). Et cette condition est, quoi qu'en dise M. Angeloni (2), valable. Sans doute il est à craindre que, si l'opération réussit, le gérant ne cherche à réduire le plus possible les participations, afin de garder à son profit la majorité des bénéfices. Mais encore a-t-il à faire la preuve que le total des participations dépasse celui des titres ; ce n'est pas arbitrairement qu'il diminue son engagement, mais en raison du fait des tiers, et la condition est non purement potestative, mais mixte, donc licite (3).

(1) Sydow, *op. cit.*, p. 449 ; Ring, *op. cit.*, I, p. 180 ; Laskau, *op. cit.*, p. 32.

(2) Angeloni, *op. cit.*, n° 56.

(3) Eod. sens., Thaller, *Syndicats*, p. 25.

Seulement le gérant doit procéder à une réduction strictement proportionnelle et n'avantager aucun des syndicaux : de même en cas de fondation de société, si les souscriptions publiques dépassent le capital offert, les fondateurs ne peuvent exclure ou favoriser certains souscripteurs (sauf stipulation contraire des statuts ou du prospectus) (1).

b) En l'absence d'une réserve explicite ou de tout autre fait de nature à révéler l'intention des parties, le gérant ne possède pas en principe le droit de réduire les parts syndicales. Il devra exécuter intégralement son engagement, c'est-à-dire attribuer aux syndicaux tous les titres, même ceux qu'il avait gardés pour son compte, et au besoin, s'il ne peut le faire, prêter des dommages-intérêts (2).

Il est vrai que les fondateurs d'une société possèdent le droit de réduction même hors de toute autorisation expresse (3) ; mais l'interprétation de la volonté des contractants dans les deux cas conduit à des solutions divergentes. Les souscripteurs d'actions entendent avant tout aboutir à la constitution de la société ; et comme ce but est atteint seulement si le capital émis n'est pas dépassé, on peut présumer que leur souscription implique autorisation de réduire. Ici, au contraire, l'intention des syndicaux est bien accessoirement de constituer la société, mais leur but immédiat est d'entrer dans un contrat leur assurant un gain sur un nombre donné de titres ; le gérant ne peut en modifier l'objet sans accord préalable.

(1) Thaller, *Trailé*, n° 513 ; au contraire, dans les sociétés anglaises, les *promoters* ont, lors de l'allotment, un droit de sélection.

(2) Sydow, Ring, Laskau, *op. et loc. cit.* ; Angeloni, *op. cit.*, n° 59.

(3) De même les émetteurs d'emprunts : cf. Cohn, dans le *Handbuch* d'Endemann, III, p. 867, note 73.

3° *De faire la publicité et de solder les autres dépenses d'émission.* — Parfois le gérant supporte seul et à forfait tous les frais. Mais, en général, ils sont répartis entre les syndicataires à concurrence d'un maximum fixé dans l'acte syndical ; un dépassement de crédit n'engagerait alors que le gérant.

Souvent le versement d'avance exigé des membres à leur entrée dans l'association n'a d'autre but que de constituer un fonds de publicité.

4° *De faire tous appels de fonds.* — Nous savons déjà que le gérant ne peut rien demander aux syndicataires au delà de leur part syndicale ; nous verrons de plus qu'aucune solidarité n'existe entre eux à son égard.

5° *De fixer le mode et le cours de placement.* — « Le gérant sera chargé des opérations sur le marché et de l'introduction des titres par voie de placement ou de vente en Bourse ou par tout autre moyen ; il fixera le prix de réalisation ou de vente. »

Remarquer qu'en laissant au gérant le soin de fixer le cours d'émission, on ne soumet pas le contrat à une condition potestative ; car ce taux ne dépend pas, comme le cours syndical, de la seule volonté du banquier chef, mais est déterminé par les conditions du marché.

Plusieurs difficultés se sont présentées :

a) La clause n'est pas toujours aussi générale que nous l'avons indiqué ; l'acte peut, sans parler du mode de placement, dire seulement que « le gérant, chargé de l'émission, fixera le prix de vente ». Le gérant pourrait il alors vendre tous les titres en bloc à une seule personne, au lieu de les écouler dans le public ?

On ne voit pas bien pourquoi les syndicataires s'y opposeraient. Pourtant les membres d'un syndicat formé en

1879 par le Crédit Général Français avaient protesté contre une pareille cession, probablement par crainte de collusion ou parce qu'ils espéraient obtenir par l'émission publique une marge plus élevée de bénéfices. Mais le tribunal de commerce de la Seine (1) les débouta, et décida que, sauf convention contraire, les gérants avaient plein pouvoir pour liquider les titres syndiqués.

b) Si l'acte syndical fixe une date à partir de laquelle le placement s'effectuera, le gérant en vendant les titres avant cette époque rompt le contrat ; par suite les rachats qu'il a dû faire pour soutenir les cours ne peuvent peser sur les syndicataires (2).

c) Si le cours d'émission était fixé dans le contrat, le gérant ne pourrait placer les titres plus bas ; car au lieu de les écouler à tout prix, il est possible que les syndicataires trouvent plus avantageux de les conserver dans l'espoir d'une hausse éventuelle (3).

6° *D'attribuer la commission de placement* aux syndicataires qui ont réussi à placer des titres.

Cette commission est ordinairement fixée dans l'acte syndical à une somme déterminée, et le gérant n'aurait pas le droit de la modifier. Il ne pourrait même, à notre avis, se réserver ce pouvoir par une clause expresse, car ce serait lui permettre d'apprécier à son gré la rémunération méritée par les placeurs (art. 1174 C. civ.). Ainsi la clause : « la gérance aura la faculté de modifier la commission de placement en avisant par simple lettre les syndicataires », laisse à ceux-ci le droit de s'opposer à toute modification,

(1) Com. Seine, 7 octobre 1879, *J. S.*, 1882, p. 612.

(2) Com. Seine, 21 juin 1882, *J. S.*, 1882, p. 492.

(3) Sydow, *op. cit.*, p. 451 ; Laskau, *op. cit.*, p. 33.

et de se retirer du syndicat, si le gérant passe outre à leur protestation,

7° *De lever l'option*, si le syndicat peut bénéficier de cette faveur : « L'exercice de l'option en tout ou en partie sera laissé aux soins de la gérance, qui seule décidera de la convenance de la lever ou de l'abandonner. » Nous avons déjà examiné la validité de l'option ; en tous cas la clause attribuant au gérant le droit de prendre la décision est licite et ne constitue pas une condition potestative.

8° *De faire les achats et les rachats* nécessaires à la réussite de l'opération en restant dans les conditions convenues : « En vue de préparer le marché, la gérance pourra acheter tant à Paris qu'à l'étranger... actions à un prix qui ne pourra dépasser francs... environ. Elle fixera le prix des rachats qu'elle jugerait utile d'effectuer en Bourse, étant entendu que le montant de ces rachats ne pourra dépasser ...0/0 environ des titres placés par le syndicat » (Sur la validité de ces rachats, cf. chap. III).

Si le gérant excède le quantum fixé sans avoir obtenu l'autorisation des syndicataires, il le fait à ses risques et périls (1).

9° *De tenir les comptes du syndicat*, sans qu'il soit obligé, comme nous l'avons vu, de les communiquer à ses associés au cours de l'opération en l'absence d'une stipulation formelle.

10° *D'agir contre les syndicataires en faute* : le gérant n'agira pas alors au nom du syndicat, puisque celui-ci est dépourvu de personnalité morale, mais en son propre nom. C'est également en cette qualité qu'une clause de l'acte lui

(1) Com. Seine, 24 novembre 1900 (Banque spéciale des valeurs industrielles), *Gaz. Pal.*, 1901. 1. 634.

donnera souvent le droit d'exclure du bénéfice syndical le syndicaire qui aura violé son engagement, qui par exemple aura rétrocédé aux intermédiaires une commission exagérée.

11° De prendre, relativement à la dissolution et à la liquidation du syndicat, des mesures que nous retrouverons plus tard.

12° De prélever pour l'indemniser de ses frais de gestion, un pourcentage sur les bénéfices.

VI. — Droits et obligations des syndicataires.

A. — *Vis-à-vis des tiers.* — Nous n'en parlons ici que pour mémoire. Car nous savons qu'en principe le gérant seul traite avec ces derniers et qu'aucun lien de droit ne les unit aux syndicataires. Ainsi le syndicaire qui a versé une certaine somme par action pour faciliter les opérations d'un syndicat ne peut la répéter contre un tiers auquel il prétend que cette somme a été versée par le gérant ; il n'a d'action que contre celui-ci (1). Cependant les syndicataires peuvent exceptionnellement contracter des obligations envers les tiers, comme nous l'indiquons d'autre part (cf. chap. I et chap. III).

B. — *Vis-à-vis du gérant.* — Les droits des syndicataires envers le gérant sont déterminés par les obligations de celui-ci, à leur égard et nous n'avons pas à y revenir. Pour faciliter l'exercice de ces droits, il est parfois créé une commission de contrôle nommée par les associés et à laquelle le gérant rend compte de ses opérations à intervalles périodiques (2).

(1) Com. Seine, 18 janvier 1886, *J. S.*, 1866, p. 741.

(2) Cf. par exemple, dans le jugement cité page précédente, note 1.

Les obligations des syndicataires dérivent également des principes généraux ; ils doivent respecter l'acte syndical et, dans leur domaine d'action, faire preuve de la diligence du bon père de famille. Ainsi leur responsabilité serait engagée s'ils introduisaient sur le marché les titres bloqués. A la dissolution du syndicat, ils ne peuvent se dispenser de prendre livraison de leur part dans le stock implacé (1).

C. — *Vis-à-vis des autres syndicataires.* — Il faut distinguer suivant que les syndicataires sont tous associés dans la même participation ou qu'ils sont reliés au gérant seul.

Dans la seconde hypothèse, ils s'ignorent mutuellement et n'ont de commun que la poursuite du même but sous une même direction ; aucun rapport juridique ne s'établit entre eux.

Dans la première, au contraire, les syndicataires sont réciproquement associés, et sont tenus vis-à-vis de leurs collègues, des mêmes obligations qu'envers le gérant.

Les conséquences les plus importantes seront que :

1° En cas d'insolvabilité d'un des syndicataires le gérant peut répartir sur tous les co-associés la perte qui en résulte (2), alors qu'il devrait la supporter seul si le syndicat était formé d'une juxtaposition de participations indépendantes (3). Mais, en allant au pire, chaque associé ne peut être poursuivi au delà de sa part syndicale ; car nous avons vu que, expressément ou tacitement, le syndicat constituait une participation en commandite (Cf. p. 190).

2° Si l'un des syndicataires refuse d'effectuer les verse-

(1) Com. Bruxelles, 8 juin 1903, *Rev. prat. soc.*, 1903, n° 1483.

(2) Houpin, I, n° 266 ; Lyon-Caen et Renault, II, n° 1066.

(3) De Pelsmaeker, *op. cit.*, n° 88, *in fine*.

ments que lui réclame le gérant, et qu'un de ses co-associés paie à sa place pour assurer la réussite de l'opération, celui-ci sera subrogé légalement dans les droits du gérant ; car il a acquitté la dette de quelqu'un avec qui il était tenu (art. 1251 C. civ.) (1). S'il n'était au contraire que l'associé du gérant, il ne posséderait, comme tout tiers, que l'action de gestion d'affaires, et seulement dans la mesure de l'enrichissement procuré.

Dans les hypothèses très rares où les syndicataires sont engagés solidairement envers les tiers, des rapports de droit peuvent encore naître entre eux à l'occasion de recours éventuels contre leurs co-débiteurs.

Mais on voit que fréquemment le syndicataire n'a de droits et d'obligations ni vis-à-vis des autres participants, ni vis-à-vis des tiers, et qu'il n'entre en relations directes qu'avec le gérant.

SECTION III

Rapports des syndicataires à la disparition du syndicat.

SOMMAIRE. — § 1. — **Causes de disparition du syndicat.** — I.

Causes de nullité et de résiliation. — II. *Causes de dissolution* : expiration du terme, accomplissement de l'objet, impossibilité d'exécution, délibération des participants, décision du gérant (prorogation), mort, interdiction, faillite, liquidation judiciaire, soit du gérant, soit d'un syndicataire.

§ 2. — **Effets : Liquidation du syndicat.** — I. Effets de la nullité et de la résiliation. — II. Effets de la dissolution : reddition des comptes. 1° Obligation de rendre compte ; *la dispense de rendre des comptes est-elle valable* ? Elle décharge seulement le gérant de comptes détaillés ; jurisprudence. 2° Répartition des gains et des

(1) Eod. sens., *R. G.*, 18 février 1889, t. 43, p. 283.

perles. 3^o Approbation des comptes : par qui ? comment ? obligations qui en dérivent (le gérant peut-il opposer en compensation sa créance contre un syndicataire ? *Répartition des parts des insolubles* absence de solidarité entre syndicataires, garanties du gérant).

A la clôture du syndicat deux questions se posent :

1^o Pour quels motifs le syndicat vient-il à disparaître ?

2^o Quels sont les effets de cette disparition, c'est-à-dire comment s'opère la liquidation du syndicat ?

Mais avant d'aborder l'étude de ces points, il faut faire une remarque préliminaire. Les syndicataires, avons-nous dit, sont tantôt associés réciproques, tantôt reliés au seul gérant, le syndicat étant alors formé d'une série de participations indépendantes agglomérées autour de lui. On conçoit que les causes et les effets de la disparition du syndicat varient dans les deux situations, sinon quant à leur nature, du moins quant à leur champ d'application : les remarques qui vont suivre concerneront dans le premier cas tous les associés pris collectivement ; dans le second elles pourront ne s'appliquer qu'à l'un d'entre eux, sans affecter l'engagement des autres.

§ 1. — Causes de disparition du syndicat.

Le syndicat peut être : 1^o déclaré nul ; 2^o résilié ; 3^o dissous. Nous avons déjà examiné, d'autre part, la validité de l'objet du syndicat ; mais il nous reste à déterminer les causes de nullité dont ce dernier est susceptible ; nous les joindrons aux causes, très voisines, de résiliation.

I. — Nullité et résiliation du syndicat.

Lorsque les syndicataires ne sont pas entrés en rapport

avec la société dont les titres sont émis, ou bien qu'ils ne peuvent rompre le lien qui les attache à elle, ils peuvent pourtant faire dissoudre le syndicat, soit qu'il ne remplisse pas les conditions de validité du droit commun, soit que l'inexécution du contrat justifie une action en résiliation.

Le syndicat pourra être déclaré *nul* :

1^o *Pour absence ou vice de consentement*, erreur, violence ou dol. Mais l'erreur sur la nationalité d'une société n'est pas une cause de nullité du syndicat formé pour la revente des actions de cette société, car cette nationalité n'est pas en principe une qualité essentielle de l'objet d'un tel syndicat (1). Quant au dol qui ne peut être opposé à la société ou aux autres syndicataires en raison de son caractère relatif, il peut l'être au gérant auteur des manœuvres dolosives (2). Il a encore été jugé que si une circulaire affirme qu'un syndicat est formé pour le placement dans le public d'obligations de chemins de fer, que ces obligations sont achetées ferme, que sur nantissement de ces titres une banque a consenti à un prêt, elle doit faire croire à celui qui la reçoit que le syndicat existe et que la banque a prêté sur le seul nantissement de ces titres ; si toutes ces allégations étaient fausses et qu'elles étaient de nature à tromper ceux auxquels elles ont été adressées, et si la banque a connu les erreurs qui ont vicié le consentement des parties et les manœuvres frauduleuses employées pour les amener à adhérer au syndicat, le consentement des syndicataires est vicié par l'erreur et le dol (3).

2^o *Pour incapacité d'un des syndicataires*.

3^o *En raison de son objet*. — Nous savons que l'objet du

(1) C. Bruxelles, 10 mars 1897, *Rev. prat. soc.*, 1897, p. 321.

(2) Com. Seine, 11 septembre 1883, *R. S.*, 1883, p. 759.

(3) C. Bruxelles, 14 juin 1899, *Paul. belges*, 1899, II, n^o 659.

syndicat est en principe licite. Mais il faut encore qu'il soit possible et déterminé. Ainsi le syndicat formé pour l'achat et la revente des actions nouvelles dont une société devait voter l'émission en augmentation de son capital social devient nul et non avenue si l'assemblée des actionnaires s'est bornée à autoriser, sans détermination du mode et des conditions de l'émission, le conseil d'administration à procéder au doublement du capital social lorsqu'il le jugerait opportun (1). De même, dans un syndicat formé pour le placement de titres déjà souscrits, on peut se demander si un léger écart entre le nombre de titres qui devaient être syndiqués et celui qui a été atteint entraîne la nullité du syndicat ; en tout cas il est certain qu'un écart important, en laissant un grand nombre de titres flottants sur le marché, met obstacle à la réalisation du but poursuivi et a pour conséquence la nullité (2) ; toutefois, lorsqu'un syndicat est formé pour l'achat et la revente d'une quantité maxima d'actions, il est valablement constitué, bien que ce maximum n'ait pas été atteint, s'il n'a pas été fixé de minimum (3). La nullité est au contraire encourue si l'objet que les parties ont en vue en se syndiquant fait défaut (4).

4° *Pour absence de cause.* — Nous avons vu que les syndicats à option de Panama avaient été annulés pour ce motif ; de même un possesseur de titres ne peut être régulièrement admis dans un syndicat destiné à les émettre qu'à condition d'apporter ses titres sans en toucher le prix avant que ceux-ci n'aient été, grâce aux efforts de tous les membres du consortium, placés dans le public ; toute clause

(1) C. Paris, 7 mars 1885, *J. S.*, 1892, p. 379.

(2) Bruxelles, 14 juin 1899 précité.

(3) Com. Seine, 4 mai 1885, *R. S.*, 1885, p. 561.

(4) Bruxelles, 10 mars 1897 précité.

contraire l'exonérerait des risques (1). Mais si chacun des syndicataires doit prendre un engagement sérieux qui est la cause de l'engagement des autres, l'article 1855 du Code civil ne s'oppose pas à ce que leurs obligations soient différentes ; le gérant peut, soit de son seul gré, soit avec l'approbation de tous ses associés, suivant la forme du syndicat, faire à l'un d'eux des conditions plus avantageuses ou plus défavorables.

Le syndicat pourra être *résilié* en vertu de l'article 1184 du Code civil à raison de l'inexécution par un des participants de ses engagements. La section précédente, consacrée aux droits et obligations des syndicataires et du gérant, nous en a fourni de nombreux exemples. Ajoutons seulement le cas où les syndicataires sont obligés de répondre aux appels de fonds de la société, alors que le gérant leur avait garanti l'exonération de tout versement complémentaire (2) ; et celui où il n'y a pas eu désignation, contrairement à l'acte syndical, d'un mandataire chargé de gérer le syndicat (3). Enfin le contrat peut contenir une condition résolutoire expresse : telle est la portée de la « clause de guerre » qui suspend l'exécution de l'opération en cas de survenance d'un événement politique défavorable (Cf. p. 105, note 2).

II. — *Causes de dissolution du syndicat.*

Nous étudierons simultanément les causes qui entraînent

(1) Bruxelles, 14 juin 1899 précité.

(2) C. Bruxelles, 11 décembre 1907, et Cass. belge, 22 mars 1909, *Rev. prat. soc.*, 1909, p. 280.

(3) Aix, 29 novembre 1883, *J. S.*, 1885, p. 675 ; Paris, 9 février 1888, *D.* 90.2.265.

la dissolution du syndicat et les conditions nécessaires à sa prorogation.

Les causes de dissolution du syndicat sont celles qui sont établies par l'acte syndical, et à défaut de stipulation, celles du droit commun des sociétés par intérêt, en tenant toujours compte de la remarque faite en tête de cette section au sujet de leur étendue d'application.

1° *Expiration du terme fixé* (art. 1865, al. 1, C. civ.). — La durée du syndicat est ordinairement assez brève, 3 ou 6 mois, parce que les syndicataires ne veulent pas rester trop longtemps dans l'incertitude, et que ce laps de temps est suffisant en général pour apprécier si la valeur est susceptible d'être introduite sur le marché.

2° *Accomplissement de l'objet* (art. 1865, al. 2). — Quel que soit le délai fixé ou en l'absence de tout délai, le syndicat se dénouera dès que son objet est réalisé, c'est-à-dire quand tous les titres sont placés.

3° *Impossibilité d'effectuer le placement* ou plutôt de l'effectuer à un taux conforme aux conditions syndicales. — Il est plus avantageux alors pour les syndicataires de mettre les titres en portefeuille en attendant que des circonstances favorables et l'appui d'un syndicat de vente en permettent la réalisation. Mais il faudra que cette dissolution anticipée soit décidée par une assemblée des participants, ou par un accord de chacun d'eux avec le gérant s'ils ne sont pas réciproquement associés ; à moins qu'une clause expresse ne donne au gérant le pouvoir de prendre seul la décision (1).

(1) M. Angeloni, *op. cit.*, nos 186 et 187, étudie encore ici le changement ou la perte de l'objet du syndicat. Nous avons préféré le ranger parmi les causes de résiliation, soit de l'engagement pris envers la société, soit du contrat syndical. Il en est de même de la dissolution prononcée par justice sur la demande d'un associé pour juste motif (art. 1871 C. civ.).

4° *Délibération des participants.* — En tout état de cause la durée du syndicat peut être modifiée par un accord de tous ses membres s'ils sont tous associés, ou de chacun d'eux avec le gérant, en cas contraire (1). La modification pourra porter soit sur une dissolution avant terme, soit sur une prorogation du syndicat. Il ne suffirait pas d'un vote de la majorité des associés ; un consentement unanime est, sauf convention contraire, requis aussi bien pour abréger que pour prolonger la société (arg. art. 1134, al. 2, C. civ.) (2).

5° *Décision du gérant.* — L'acte syndical contiendra le plus souvent la clause suivante : « La durée du syndicat est fixée à. . . mois à dater du. . . Le gérant décide sa dissolution anticipée ; sa durée pourra être prolongée de. . . mois par simple décision de la gérance, sans avis préalable. »

Cette clause est le corollaire de celle qui attribue au gérant les pouvoirs les plus étendus pour la gestion du syndicat. Elle se justifie pratiquement par les mêmes raisons : le gérant dirige l'affaire avec une liberté presque entière et se trouve le mieux placé pour décider si une modification des conditions primitives est susceptible d'influer d'une manière favorable sur son développement.

La validité de la convention ne semble pas douteuse. Les

(1) C'est la solution qu'il faut admettre quand le contrat déclare que « le syndicat pourra être prorogé pour une période de. . . » sans indiquer qui décidera de cette prolongation.

(2) Pic, *Traité*, n° 561 ; cf. pourtant Com. Seine, 15 mai 1882, *J. S.*, 1882, p. 487, d'après lequel le fait de ne pas être convoqué à une assemblée qui décide la prorogation, conformément aux conventions, d'un syndicat n'autorise pas le syndicataire à réclamer la résiliation et le remboursement des sommes par lui versées ; mais, en l'espèce, les conventions décidaient expressément que le syndicat pourrait être prorogé sur décision de la majorité de ses membres.

syndicataires peuvent fixer à leur gré les conditions du contrat, et les principes généraux ne s'opposent pas à ce qu'ils abdiquent entre les mains du gérant une partie de leurs droits s'ils jugent cette délégation profitable à leurs intérêts. Serait seulement illicite la clause qui ôterait aux syndicataires le droit de s'élever contre la décision du gérant, alors même qu'elle paraîtrait pleinement injustifiée et de nature à léser ses associés. En effet le gérant, en tant qu'il prend cette décision, agit comme directeur du placement, c'est-à-dire comme mandataire tenu à la diligence normale du bon administrateur. Si la prorogation ou la dissolution révélait une négligence ou une faute de sa part, si par exemple elles avaient pour but, non d'assurer aux syndicataires un gain plus élevé ou de leur éviter une perte plus grande, mais de sauvegarder les intérêts du seul gérant, celui-ci serait responsable du dommage causé.

Les syndicataires pourraient-ils en pareil cas, non seulement réclamer des dommages-intérêts, mais encore tenir la décision du gérant pour inexistante à leur égard, et, par exemple, exiger dès l'expiration du terme primitivement convenu une reddition de comptes malgré la prorogation ? M. Angeloni l'admet en appliquant par analogie à notre situation les articles 1869 et 1870 du Code civil (1) qui permettent à un associé de dissoudre la société en notifiant sa renonciation à ses collègues, à condition de n'agir ni de mauvaise foi, ni à contre-temps. Mais, à notre avis, il est difficile d'étendre à notre hypothèse ces articles qui prévoient la dissolution des sociétés dans le cas spécial où leur durée est illimitée : l'article 1869 ne nous paraît avoir qu'un

(1) Angeloni, *op. cit.*, n° 181. Il vise les articles 1733 et 1734 du Code civil italien qui sont copiés sur les articles cités au texte.

but parallèle à celui de l'article 1780, al. 2 et 3, en matière de louage de services fait sans détermination de temps, à savoir permettre de rompre un contrat de durée indéfinie. Ainsi la décision du gérant sortira effet, tant que le contrat n'aura pas été judiciairement résilié. D'ailleurs, dans le système contraire, il faudrait admettre que les syndicataires auraient le droit de s'opposer aussi à une dissolution anticipée, et par exemple de refuser de lever les titres non placés jusqu'à l'arrivée du terme. Or quels avantages auraient-ils à rester dans un syndicat que le gérant ne veut plus diriger ?

Cependant, si l'acte avait donné au gérant le droit de proroger non plus pour une période maxima, mais sans limitation de durée, les syndicataires pourraient invoquer l'article 1869.

Le gérant doit en tous cas aviser en temps utile ses associés de sa résolution, faute de quoi sa responsabilité se trouverait engagée. Le tribunal fédéral suisse a décidé que le fait, par un syndicataire ayant l'habitude des affaires syndicales, d'effectuer un versement après le terme fixé pour la dissolution du syndicat, constitue un consentement tacite à sa prorogation, quoique le gérant n'en ait pas donné officiellement avis (1). En France, cette solution serait douteuse, car la prorogation doit être constatée par écrit (art. 1866 C. civ.).

Il faut remarquer encore que le droit donné au gérant de proroger le syndicat si ses opérations n'étaient pas terminées avant l'expiration du délai fixé, ne peut être exercé que si les opérations sont commencées avant cette date.

(1) Arrêts du tribunal fédéral suisse du 31 mars 1894, t. XX, p. 235.

En conséquence, si l'augmentation du capital dont le syndicat a, par exemple, pour but de faciliter la réalisation n'est pas votée préalablement à cette échéance, le syndicat se trouve dissous et les syndicataires peuvent se faire rembourser leur mise, alors même que ladite augmentation aurait été votée dans les six mois suivants : on ne peut en effet parler de prorogation en vue d'opérations à terminer avant qu'elles ne soient entreprises (1).

6° *Mort, interdiction, déconfiture, faillite ou liquidation judiciaire* d'un syndicataire, les deux dernières causes offrant presque seules de l'intérêt en notre matière.

Ces causes de dissolution viennent de ce que le syndicat, société formée *intuitu personæ*, se dissout par toutes les causes qui font disparaître l'un de ses membres. Mais ce principe ne s'applique à l'association en participation qu'avec des réserves (2) : dès qu'il appert directement ou indirectement que les parties n'ont attaché à la personnalité de leurs co-contractants qu'une importance relative et ont eu l'intention de prolonger la société malgré la disparition de l'un d'entre eux, il faut considérer comme inopérantes les causes de dissolution qui leur sont personnelles ; la participation est en effet un organe assez souple pour se prêter à presque toutes les combinaisons (3).

(1) C. Aix, 29 novembre 1883, *J. S.*, 1885, p. 675.

(2) Rousseau, I. n° 3652 s. ; Pouille, n° 301 s., 321 s. — *Contra*, Thaller, note sous D. 87.1.65.

(3) Req., 23 octobre 1906, D. 1907.1.43 : « La mort de l'un des associés d'une association en participation ne met pas fin à la société, quoique la stipulation de la continuation entre les associés ne soit pas expresse, si la nature de la convention, le but et l'objet que s'étaient proposés les associés excluent formellement que la mort de l'un d'eux doive avoir pour conséquence la dissolution de la société. »

Ces règles donnent lieu en notre matière aux distinctions suivantes :

a) Est-ce le gérant qui meurt ou est mis en faillite ? Le syndicat sera dissous sur-le-champ et vis-à-vis de tous les associés ; tous ont en effet traité en considération de sa personne, et l'opération ne peut se poursuivre sans son promoteur. Quand la gestion est confiée à un Comité de plusieurs membres, une clause spéciale déclare parfois « qu'en cas de décès ou de démission d'un des membres du comité, les membres restants doivent continuer à agir de concert. » En l'absence d'une pareille stipulation, il faut examiner si la personnalité du gérant disparu importait vraiment au syndicat : auquel cas la dissolution s'imposerait ; ou s'il n'était pas plutôt une sorte de commissaire de surveillance placé auprès du véritable gérant pour contrôler ses actes : alors il y aurait lieu seulement de pourvoir à son remplacement. C'est une question de fait et d'interprétation.

b) Mais si l'un de ces événements frappe un participant inactif, un syndicaire non gérant, les conséquences en sont moins graves. D'abord quand le syndicat est formé d'une série de participations entre le gérant et chaque syndicaire, la mort ou la faillite de l'un de ceux-ci ne dissout que l'une de ces associations ; et l'opération n'est pas entravée à condition que le gérant prenne à son compte la part du syndicaire en retraite. Quand, au contraire, les syndicaire sont réciproquement associés, les principes que nous avons formulés tout à l'heure permettent de maintenir le syndicat malgré la disparition d'un de ses membres. Il est évident en effet que les participants ont eu l'intention d'exclure les causes de dissolution en question ; le but du syndicat est le placement des titres ; or comme, privé de personnalité morale, il ne se survit pas pour les besoins de

sa liquidation, une rupture anticipée du contrat syndical aboutirait à une répartition désastreuse ; dans ces conditions, n'est-il pas plus conforme à son objet de maintenir le syndicat (1) soit avec les héritiers du syndicataire, soit avec le syndic de sa faillite, quitte, dans ce dernier cas, si la faillite ne peut lever la part du non placé qui lui incombe, à la répartir entre les syndicataires.

D'ailleurs les hypothèses que nous venons d'examiner sont pratiquement fort rares en raison de la brièveté des syndicats d'émission.

§ 2. — Effets de la disparition du syndicat. Sa liquidation.

I. — Les effets des causes de disparition que nous venons

(1) Com. Seine, 29 avril 1911, *Gaz. Trib.*, 26 novembre 1911 : « Attendu que dans un syndicat d'actionnaires une distinction s'impose ; qu'en ce qui concerne les gérants, à moins de convention contraire, expresse ou même tacite, la mort, la faillite de l'un d'entre eux devront entraîner la dissolution ; qu'en effet, vis-à-vis d'eux, en raison de leur rôle actif, l'*intuitus personæ* doit se présumer ; qu'au contraire, en ce qui concerne les adhérents non gérants, il est certain que leur personnalité n'a aucune influence sur la constitution de la participation ; que leur rôle est passif ; que, seule, leur qualité de détenteurs d'actions a été recherchée ; que dès lors leur mort ou leur *capitis deminutio* ne doit pas avoir d'influence sur la vie du syndicat et empêcher que les opérations ne soient menées à fin ; qu'elles ne sont pas des causes de dissolution ; ... attendu qu'une opération qui nécessite, pour avoir chance de réussir, la concentration entre les mains des gérants du plus grand nombre possible d'actions d'une société, qui par suite doit chercher à attirer à elle tous les détenteurs de ces actions, ne doit pas être à la merci d'un changement d'état d'un de ceux qui y adhèrent ; que la dissolution d'un syndicat par la mort, l'interdiction, la déconfiture ou la faillite d'un quelconque des apporteurs de titres est une conception absurde. » Le droit allemand donne la même solution : Worrings, *op. cit.*, p. 59 ; Grzimek, *op. cit.*, p. 64 ; Fürth, *op. cit.*, p. 48.

d'énumérer sont conformes au droit commun et s'étendent encore tantôt à chacun des syndicataires séparément, tantôt à tous collectivement. Ils ne peuvent, en tous cas, influencer en aucune manière sur l'engagement du syndicat envers la société, qui est soumis à des conditions de validité absolument distinctes.

La nullité que font prononcer les syndicataires est relative au cas de vice du consentement et d'incapacité, absolue dans les autres cas ; mais le gérant est toujours tenu de rembourser intégralement la mise des participants. De même si la nullité est prononcée à la requête de tiers créanciers de la société émettrice, par exemple pour absence de cause, les syndicataires doivent rembourser les sommes qu'ils ont perçues, avec les intérêts moratoires s'ils sont de mauvaise foi (art. 1378 C. civ.) (1). Au contraire, la résiliation opère sans rétroactivité, conformément au principe suivant lequel, la société étant un contrat successif, les conséquences de son fonctionnement ne peuvent être pleinement effacées (2) ; la résiliation équivaut donc à une dissolution sortant effet à partir de l'inexécution de la convention.

II. — Quant aux causes de dissolution proprement dites, elles aboutissent à la liquidation du syndicat. A vrai dire, le syndicat n'étant pas personne morale et ne pouvant se survivre à lui-même, il n'y a pas lieu à liquidation, mais seulement à règlement de comptes. Le gérant en sera en général investi, à moins qu'un désaccord n'oblige le tribunal à désigner un expert.

(1) Cass., 11 décembre 1900 (Compagnie de Panama), D. 1901.1. 257.

(2) Thaller, *Traité*, n° 428.

Les obligations du gérant lors de la liquidation sont les suivantes :

1^o Il doit rendre compte.

2^o Il doit répartir les résultats de l'affaire entre les syndicataires.

3^o Il doit, après l'approbation des comptes, exécuter les obligations qui en dérivent ; en revanche, il peut exiger des syndicataires le respect de leurs engagements.

1^o Obligation de rendre compte.

Le gérant est tenu, comme tout mandataire, de rendre compte de sa gestion (art. 1993 C. civ.) lors de la dissolution du syndicat (1).

Les comptes doivent, même si les syndicataires ne sont associés que du gérant, porter sur toute l'opération, et non sur la quote-part de chacun seulement ; car la détermination des parts individuelles dans les pertes et les bénéfices dépend de l'ensemble des résultats. Le gérant présentera, comme dans toute reddition de compte, un état détaillé des recettes et des dépenses, avec la récapitulation de la balance et les pièces justificatives (art. 533 et 536 C. proc. civ.), c'est-à-dire les reçus, la correspondance et enfin ses livres. Faute de quoi la reddition des comptes est insuffisante et le tribunal pourrait frapper le gérant d'une astreinte (2).

(1) Le syndicataire ne peut, bien entendu, exiger de comptes que s'il participe vraiment à l'opération, non s'il a seulement remis ses titres au gérant en s'engageant à ne pas les vendre pendant une certaine durée : car il n'a droit alors qu'à la restitution des titres qu'il a immobilisés en vue de tirer parti de l'élévation possible des cours par suite des opérations du syndicat : Com. Seine, 15 juin 1888, *J. S.*, 1892, p. 427.

(2) C. Paris, 26 janvier 1861, *Journ. Trib. Com.*, 1861, p. 296.

Ces prescriptions minutieuses cadrent mal avec la liberté qui, d'autre part, est laissée au chef du syndicat pendant toute la durée de sa gestion. Aussi les actes syndicaux cherchent-ils à les éviter en dispensant généralement le gérant de rendre des comptes.

Quelle est la validité de la clause dispensant le gérant du syndicat de toute reddition de comptes ?

L'acte syndical dira souvent : « L'acceptation des comptes tels qu'ils seront présentés par la direction sera obligatoire pour tous les participants », ou « le gérant arrête les comptes dont l'acceptation est obligatoire pour tous les membres du syndicat », ou « l'adhésion au syndicat implique l'acceptation préventive des comptes tel qu'ils seront arrêtés par la gérance ; ils ne pourront faire l'objet d'aucune contestation ». Ces clauses sont-elles licites ?

Il nous faut appliquer ici les règles du mandat. M. Angeloni (1) s'y refuse sous prétexte que le gérant agit parfois pour son compte et ne saurait par conséquent être toujours assimilé à un mandataire ; mais avec la construction que nous avons admise, nous savons que le gérant, *en tant qu'il opère le placement*, accomplit un mandat salarié, puisque les titres qu'il place sont la propriété de chacun des syndicaux. Le mandataire peut-il donc être dispensé de rendre compte ?

La doctrine et la jurisprudence se prononcent en majorité pour la validité de cette dispense (2) : la reddition de compte n'est pas de l'essence du mandat, et le mandant,

(1) Angeloni, *op. cit.*, n° 193, note 4.

(2) Demante et Colmet de Santerre, t. VIII, n° 211 bis ; P. Pont, *Petits contrats*, I, n° 1003 ; Troplong, *Mandat*, n° 415 ; Guillouard, *Mandat*, n° 133 ; Baudry-Lacantinerie et Wahl, *Contrats aléatoires*, n° 673 ; Cass. 24 août 1831, D. 31.1.293.

maître de ses droits, peut bien les compromettre en s'abandonnant absolument à la bonne foi du mandataire. La dispense peut être expresse ou résulter des circonstances de la cause. Mais cette faculté est soumise à une double restriction :

a) Une dispense absolue équivaldrait à une libéralité ou tout au moins rendrait possible une donation ; s'il est avéré que le mandant n'a eu aucune intention libérale, il faut considérer la clause comme « ayant simplement pour but de faciliter la tâche du mandataire en le dispensant de recueillir et de classer toutes les pièces comptables, de se procurer des reçus pour les sommes les plus insignifiantes qu'il paie, etc... » (1).

b) D'autre part, si la clause n'est en elle-même ni illicite ni immorale, encore ne doit-elle pas empêcher le jeu des principes généraux. Or si le débiteur peut valablement s'exonérer par une convention de ses fautes (Dall., *Rép. V^o Obligations*, n^o 686), il ne peut le faire de son dol : la clause *ne dolus præstetur* est inefficace (2) et entraîne la nullité de la convention qui en dépend, de même que toute clause tendant à rendre impossible la preuve du dol. Si la dispense a cette portée, elle sera par conséquent nulle.

Ces règles appliquées à la dispense de comptes insérée

(1) Guillouard, *loc. cit.*

(2) Dig. 11, 14, 27, 3 ; Dig. L, 17, 23. La clause *ne culpa lala præstetur* est-elle également illicite ? La question est controversée ; la jurisprudence française semble assimiler le dol et la faute lourde : note Labbé sous Cass., 15 mars 1876, S. 76.1.337 ; mais *contra*, Saintelette, *Responsabilité et garantie*, n^o 11 ; De Medio, *Studi in onere di Fadda*, II, p. 221 s. ; et la plus récente jurisprudence italienne : Cass. de Turin, 1^{er} décembre 1908, *Riv. di dir. comm.*, 1909, II, 37. En tous cas la clause dispensant le gérant de tout renseignement l'exonérerait même de son dol.

dans l'acte syndical conduisent à l'interprétation suivante : la clause ne peut dispenser absolument le gérant de tout compte, car il est certain que les syndicataires n'ont pas eu l'intention de faire une libéralité ; elle ne peut davantage les obliger à se contenter, en tout et pour tout, à la dissolution du syndicat de la déclaration : « Vous avez à lever tant de titres », ou « Votre part dans le bénéfice syndical se monte à fr.... » ; car elle permettrait alors au gérant de dissimuler ses fautes les plus graves et son dol. Le gérant doit, malgré toute stipulation, mettre les syndicataires à même d'apprécier l'honnêteté de sa gestion ; comme le dit un arrêt de la Cassation allemande (1) : « La clause ne dispense pas le gérant de fournir une balance avec l'indication d'un certain résultat social (eine Abrechnung unter Angabe eines bestimmten Gesellschaftsergebnisses), afin que les associés puissent vérifier si la prétention fondée sur ces données est exacte. » Ainsi le gérant peut se contenter de fournir un compte global sans détails constitutifs ni pièces justificatives. Les syndicataires ont la faculté à leur tour de prouver que le résultat indiqué est erroné et cette preuve équivalant à celle d'un dol, fait tomber l'effet de la dispense (2).

Cette interprétation restrictive de la clause semble

(1) *R. O. H. G.*, 12 juin 1877, t. 22, p. 385 ; de même *R. O. H. G.*, 11 mai 1875, t. 17, p. 393 : la clause ne peut « imposer au syndicataire d'indiquer et prouver lui-même le résultat de l'opération pour obtenir la réduction de la prétention du gérant à sa juste mesure ».

(2) Sydow, *op. cit.*, p. 457 : « Aussitôt qu'il est prouvé que le gérant a trahi la confiance en lésant les intérêts de ces associés, par exemple en leur communiquant des comptes erronés, la convention d'exemption des comptes tombe parce que disparaît la condition sous laquelle elle a été faite ; *cod. sens.*, Pinner, *loc. cit.* ; Worring, *op. cit.*, p. 31.

pourtant encore trop large à M. de Pelsmaeker et à M. Angeloni (1). Pour eux non seulement la dispense absolue de rendre compte est nulle comme clause *ne dolus præstetur*, mais encore la dispense de rendre un compte détaillé n'a d'effets « que pour autant que les doit et avoir du compte se balancent ou soldent par un excédent favorable aux syndicataires » : si le gérant, au contraire, se prétend leur créancier et qu'ils refusent de s'exécuter, il sera obligé de faire la preuve que les dépenses ont été supérieures aux recettes, et par suite de fournir des comptes, selon le principe *actori incumbit onus probandi* de l'article 1315 du Code civil.

Cette nouvelle restriction aboutit en fait à annuler sans appel la dispense convenue, et l'on pourrait faire à ce raisonnement l'objection que M. Angeloni lui-même (n° 195) opposait à celui de Sydow : quand le syndicat se solde en bénéfices, personne ne songe à réclamer de comptes ; à quoi bon alors une clause qui est inutile si l'opération a réussi et inefficace si elle a échoué ? Mais on ne voit pas pourquoi, si la clause dispense de rendre des comptes détaillés est licite, le syndicataire pourrait la faire tomber en se refusant simplement à exécuter son engagement ; elle doit avoir la même validité, donc la même force, quand le gérant est créancier que lorsqu'il est débiteur. Que le gérant soit contraint d'agir en justice pour obtenir satisfaction, c'est une considération d'ordre procédural qui ne peut lui enlever les avantages de sa situation : il produira sa balance des comptes et il y aura là une preuve suffisante, jouissant d'une autorité analogue à celle d'un acte sous seings privés qui eût été reconnu d'avance par le débi-

(1) De Pelsmaeker, *op. cit.*, n° 69 ; Angeloni, *op. cit.*, n° 198 ; le même raisonnement déjà dans Demante, *loc. cit.*

teur auquel on l'oppose. Si le syndicataire croit le compte erroné, c'est lui qui *in excipiendo fit actor* et qui doit prouver que le solde ne correspond pas à la réalité, que par exemple le nombre de titres placés est supérieur à celui indiqué par le gérant.

En résumé, la clause, à notre avis, ne dispense jamais le gérant de tout compte et ne rend pas davantage inattaquable le compte rendu ; mais elle permet au gérant de fournir seulement, quels que soient les résultats de l'opération, un compte global sans pièces justificatives, sauf s'il est prouvé qu'il a agi dolosivement. Réduite à ces proportions, la convention n'est pas contraire à l'ordre public puisqu'elle n'exonère pas le gérant de son dol et ne rend pas impossible la preuve de celui-ci ; et, d'autre part, elle présente encore une grande utilité puisqu'elle met à la charge des syndicataires une preuve difficile. Conformément à l'esprit dans lequel est rédigé l'acte syndical tout entier, elle affermit la position du gérant sans paralyser ses associés.

La jurisprudence française est muette sur la question. Dans un arrêt récent (1), la Cour de Paris déclare bien « que l'association en participation n'ayant pas de personnalité distincte de celle des associés, le co-participant qui est chargé de la gérance est obligé de rendre à chacun ses comptes d'administration, de les présenter apurés avec les pièces justificatives des bénéfices et des pertes » et ordonne la reddition des comptes à Richard en sa qualité de coparticipant ; mais elle repousse la dispense de rendre compte pour une simple raison de fait : « considérant que

(1) C. Paris, 13 mars 1912 (Soc. auxiliaire de Crédit c. Richard), *Gaz. Pal.*, 1912.1.689. S. 1913.2.71.

les appelants ne sauraient opposer une fin de non-recevoir tirée de la clause de leurs conventions qui porte que « l'acceptation des comptes arrêtés par le gérant est obligatoire pour tous les membres du syndicat » en présence des termes de la lettre du... *qui réservait à l'intimé les droits d'un membre du Comité* ». Aussi nos grands établissements de crédit continuent-ils à insérer dans leurs actes syndicaux la clause en question, comptant qu'elle aura, quelle que soit sa validité, une valeur préventive.

En Belgique, il a été depuis peu jugé dans notre sens que « la dispense n'est contraire ni à la loi, ni à l'ordre public dès qu'elle ne tend pas à l'exonération d'un dol ; partant il est inutile que les directeurs du syndicat obtempèrent à la demande de reddition de comptes complets et détaillés que, quels qu'ils soient, le syndicataire devrait accepter sans même pouvoir en exiger la justification » (1).

2° Répartition des gains et des pertes.

Les résultats de l'opération sont répartis entre les syndicataires conformément au pacte social ; les associés ont la plus grande liberté pour la détermination de la part de chacun, à condition de ne pas attribuer à l'un d'eux la totalité des bénéfices et de n'exonérer personne de toute contribution aux pertes (art. 1855 C. civ.).

Les bénéfices sont ordinairement distribués selon la clause suivante : « Les titres seront pris ferme à . . . ; le taux de réalisation est envisagé aux environs de . . . ; la différence entre le prix d'achat et le prix de vente ci-des-

(1) Com. Bruxelles, 7 avril 1908, *Jur. com. Bruxelles*, 1908, p. 320 ; cf. aussi motifs, C. Bruxelles, 6 mars 1903, *Jur. com. Bruxelles*, 1903, p. 162.

sus, déduction faite d'une commission de placement de . . . par titre et de frais divers, constituera le bénéfice syndical, soit environ fr. . . ; il sera réparti entre les syndicataires au prorata de leur participation. »

Quant aux diverses clauses de répartition des titres non placés (Cf. p. 117 et s.), elles ne soulèvent aucune difficulté juridique ; pourvu que chacun des associés contribue aux pertes, l'article 1855 n'exige pas que leur part dans celles-ci soit égale ou proportionnelle à leur part dans les gains.

En l'absence, bien invraisemblable, d'une clause réglant la répartition du non placé, il faudrait, semble-t-il, adopter la *forme parisienne* ; non qu'elle soit plus équitable, mais faute de stipulation, on répartirait le bénéfice syndical au prorata de la part de chaque syndicataire ; l'analogie commande de donner quant aux pertes la même solution, voisine d'ailleurs de celle de l'article 1853 du Code civil.

3° *Approbation des comptes. Obligations qui en dérivent.*

Les comptes, globaux ou détaillés suivant que l'acte contient ou non la dispense, doivent être présentés à tous les syndicataires et approuvés par chacun d'eux : la majorité des associés ne peut valablement donner un quitus général opposable à tous, même si les participants sont tous associés réciproques (1) ; ceci toujours sauf convention contraire.

Les comptes une fois approuvés et arrêtés sont obligatoires et les syndicataires ne pourraient plus en demander la révision que pour erreurs de fait (non de droit), omissions, faux ou doubles emplois (art. 541 C. proc. civ.).

Mais l'approbation doit-elle être expresse ? Oui, en prin-

(1) De Pelsmaecker, *op. cit.*, n° 70 ; Angeloni, *op. cit.*, n° 203.

cipe ; le compte n'est arrêté que s'il a été discuté, approuvé et ratifié par les parties ; il ne suffit pas qu'il ait été remis aux syndicataires et reçu par eux sans protestation (1). Il semble pourtant que, si les syndicataires touchaient leur part du bénéfice syndical ou levaient la fraction du non placé qui leur incombe, ces faits vaudraient ratification. Enfin il est convenu quelquefois que « les comptes resteront à la disposition des participants pendant. . . , après quoi ceux-ci seront, s'ils n'ont pas protesté, censés les avoir approuvés » ; l'acceptation est ici tacite.

Cette clause ne doit pas être confondue avec celle d'après laquelle « les comptes présentés par la société. . . . et approuvés par MM. . . . ne seront pas susceptibles de discussion ». Une telle approbation ne constitue une ratification enlevant aux syndicataires le droit de demander une révision des comptes que si la personne qui les accepte est un véritable mandataire choisi par les participants ; s'il n'est, comme il arrive souvent, qu'un compare du gérant, elle n'a aucune valeur.

En tous cas, les comptes font naître, au profit et à la charge des participants, des droits et des obligations :

1° Les syndicataires ont une action contre le gérant en versement de leur part dans le bénéfice syndical ou en restitution des sommes éventuellement remises par eux. Le gérant pourrait-il opposer en compensation une créance liquide et exigible qu'il posséderait contre l'un d'eux ? L'affirmative s'impose. Sans doute une créance exercée contre une société ne peut être compensée par une créance appartenant en propre à un associé contre le demandeur ;

(1) Cf. Grenoble, 30 janvier 1894, D. 94.2.69 ; Cass., 24 janvier 1906, D. 1906 1.255.

mais ce principe n'est vrai que pour les sociétés jouissant d'une personnalité morale distincte de celle des associés et dont les intérêts ne se confondent pas avec les intérêts individuels de leurs membres ; il ne s'applique donc pas au syndicat association en participation. Ici le bénéfice syndical doit être considéré, non comme une dette sociale, mais comme une dette personnelle du gérant ; aussi l'article 1289 n'empêche pas ce dernier de faire confusion de cette dette avec la créance qu'il aurait contre un syndicataire en faillite, pourvu que créance et dette soient toutes deux échues avant la déclaration de la faillite (1).

2° Inversement le gérant peut contraindre les syndicataires à lever leur part du stock invendu, et à l'indemniser des dépenses qu'il a effectuées. Pourrait-il, si l'un d'eux refuse de s'exécuter ou devient insolvable, répartir sur tous les participants les titres en suspens ? Non, dans le cas le plus fréquent où chaque syndicataire n'est pas lié aux autres ; oui, en vertu de l'article 1832 du Code civil, dans le cas contraire (2), mais à condition de ne pas dépasser l'engagement de chacun d'eux, puisque le syndicat est expressément ou tacitement une participation en commandite.

Le gérant aurait-il alors une action, non seulement conjointe, mais solidaire ? Pourrait-il réclamer à l'un des syndicataires, tout en restant dans les limites de l'engagement de celui-ci, la totalité de la part de l'insolvable ? Souvent une clause dit que « chaque participant est engagé dans la présente opération sans solidarité avec les autres membres du syndicat ». Mais en l'absence d'une pareille stipulation,

(1) Com. Bruxelles, 21 avril 1877, *Pas. belge*, 77. III. 323.

(2) Lyon-Caen et Renault, II, n° 1066 ; Houpin, I, n° 266 ; de Pelsmacker, *op. cit.*, n° 88.

il n'en serait pas autrement, car si la solidarité se présume en matière commerciale, cela n'est vrai qu'à l'égard des tiers qui contractent avec la société ; dans les rapports entre associés elle n'existe que si elle a été expressément stipulée (1). Ce raisonnement suppose encore que les syndicataires sont réciproquement associés ; en cas contraire, il ne peut être question de solidarité entre des étrangers.

3° Les syndicataires possèdent également le droit d'exiger du gérant la livraison des titres, et celui-ci a un recours en garantie contre la société, si le retard lui est imputable (2). Parfois une clause stipule que « les titres qui seraient attribués aux participants leur seront remis un mois après la clôture des opérations ».

Mais les participants ne peuvent agir qu'à condition de respecter eux-mêmes les obligations qu'entraîne à leur charge l'acte syndical d'une part, et la manière dont ils ont, d'autre part, acquis les titres. A cet égard nous savons que, sauf les cas où ils sont directement souscripteurs, le gérant est vis-à-vis d'eux, soit commissionnaire d'achat, soit vendeur. Dans la première situation, il dispose, d'après la jurisprudence, du privilège du commissionnaire pour le garantir des avances de fonds faites pour leur compte ; dans la seconde, il jouit du droit de rétention de l'article 1612 du Code civil (3).

(1) Cass., 8 juillet 1887, D. 1904.5. 641, 3^e esp. ; Vavasseur, I, n° 256 ; Lyon-Caen et Renault, II, n° 1063.

(2) Com. Lyon, 3 juin 1898, *La Loi*, 21 septembre 1898.

(3) C. Bruxelles, 27 février 1907, *Rev. prat. soc.*, 1907, p. 83.

SECTION IV

Sous-syndicats.

SOMMAIRE. — I. Utilité des sous-participations. — II. *Comment distinguer le sous-syndicataire du syndicataire principal ?* Nature du contrat de sous-participation ; conséquences fiscales. Le sous-syndicataire n'entre pas en rapports directs avec le gérant du syndicat principal. — III. Effets du contrat : A. Entre le syndicataire qui l'a formé et ses associés ; B. Vis-à-vis du syndicat principal.

I. — Nous savons que, suivant les cas, le gérant peut, de son plein gré, admettre de nouveaux associés, ou que cette modification au pacte social exige l'adhésion de tous les participants. De même si l'un des syndicataires voulait substituer en son lieu et place un cessionnaire, l'autorisation du gérant ou des autres membres serait requise.

Mais chacun d'eux peut, sans autre consentement, « s'associer une tierce personne relativement à la part qu'il a dans la société », dit l'article 1861 du Code civil. Il ne s'agit pas de l'hypothèse où un premier syndicat d'apporteurs, agissant comme une seule personne, rétrocède avec bénéfice et en bloc le paquet des titres à un syndicat d'émission (1). Ici c'est un des syndicataires qui trouve trop lourde sa part dans l'opération et qui cherche à se décharger, en tout ou en partie, sur une ou plusieurs personnes, du poids de son engagement. Aussi ne transmet-il pas toujours à ses sous-associés les titres à un cours dépassant celui qu'il a lui-même obtenu, et la formation de sous-

(1) Cf. par exemple Orléans, 24 mai 1883, D. 84.2.148 ; R. G., 7 juin 1882, t. VII, p. 100.

syndicats constitue souvent, non une affaire, mais une mesure de prudence.

II. — Il est fort important, on le conçoit, de discerner si tel souscripteur d'une part syndicale est associé principal ou sous-associé. Suivant sa situation varieront ses droits et la condition des titres qu'il acquiert.

La jurisprudence allemande adopte un critérium basé sur le moment où l'adhérent entre dans l'association (1). Toute personne souscrivant une part syndicale avant la conclusion du contrat passé avec la société ou l'emprunteur doit être, au moins au point de vue fiscal, considérée comme syndicataire principal (*Hauptkonsortiale*), car l'intention de tous les souscripteurs antérieurs à cette date est d'acquérir les titres en commun. Tout souscripteur postérieur ne peut, au contraire, participer à l'opération, et s'il obtient une part, c'est à titre de sous-syndicataire (*Unterkonsortiale*) cessionnaire d'un syndicataire principal.

Ce critérium ne saurait nous suffire. Car il est très fréquent, du moins en France, que le gérant du syndicat passe seul le contrat avec la société et ne constitue le syndicat qu'après sa conclusion définitive ; auquel cas la difficulté se trouve reportée plus loin.

Seul l'examen de la structure du contrat de sous-syndicat peut nous fournir les éléments de la solution.

En principe, il a la même nature juridique que le syndicat principal, et les règles posées à propos de ce dernier lui sont applicables. Par conséquent, les sous-syndicataires forment avec leur auteur une association en participation dont ils lui ont confié la gestion (2) ; selon les cas, ils sont

(1) *R. G.*, t. 20, p. 197 s. ; t. 21, p. 66 ; t. 26, p. 153 ; cf. aussi Pinner, *op. et loc. cit.* ; Meyer, *loc. cit.*, p. 128.

(2) Eod. sens., Angeloni, *op. cit.*, n° 212. — La doctrine allemande

réciiproquement associés, ou chacun d'eux n'est rattaché qu'au syndicaire gérant, et non aux sous-participants.

Mais la structure du sous-syndicat est moins élastique que celle du syndicat principal. Ses membres n'entrent jamais en rapports directs avec les syndicataires, comme ceux-ci avec la société ; la sous-participation reste toujours entièrement fermée. La condition des titres s'y règle donc comme dans l'hypothèse où le gérant du syndicat principal a traité *proprio nomine* avec la société et formé un syndicat qui est, à l'égard de celle-ci, un tiers. Le syndicaire gérant, que nous appellerons sous-gérant, transmet à ses sous-associés les titres acquis en son nom ; et il agit, s'il est preneur ferme : *a*) tantôt comme commissionnaire : les titres deviennent, du moins dans leurs rapports avec le sous-gérant, propriété immédiate des sous-syndicataires, mais il n'y a pas là une vente donnant lieu à application de la taxe sur les opérations de Bourse. Telle est la situation qui sera présumée faute de preuve contraire, parce que la plus conforme à l'intention probable des parties ; *b*) tantôt comme vendeur ; il peut alors former un *sous-syndicat de prise ferme*, ou un *sous-syndicat de garantie*. Mais en tous cas la formation du sous-syndicat implique une vente passible de la loi de 1893 sur tout ou partie du stock (1). Si le syndica-

rangeait les Unterkonsortium, comme les syndicats, parmi les Gelegenheitsgesellschaften : *R. O. H. G.*, 20 avril 1875, t. 17, p. 197 s., Sydow, *op. cit.*, p. 462 ; Ring, *op. cit.*, p. 181 ; depuis le nouveau Code de commerce, ils rentrent dans les sociétés de droit civil : Thiwissen, *op. cit.*, p. 65 ; Laskau, *op. cit.*, p. 39 ; Grzimek, *op. cit.*, p. 88 ; Worrings, *op. cit.*, p. 55 ; Fürth, *op. cit.*, p. 56.

(1) Par conséquent en cas de sous-syndicat de prise ferme la taxe est due une première fois lors de la formation du sous-syndicat, et une deuxième fois lors du placement dans le public ; dans le sous-syndicat de garantie la taxe est due sur tous les titres placés, puis

taire chef n'était lui-même que garant, il ne pourrait former qu'un sous-syndicat de garantie.

Nous pouvons maintenant, grâce à ces principes, reconnaître le sous-syndicat. Il faut déterminer non le moment de sa formation, mais s'il est resté caché au syndicat principal ; c'est à cette seule condition qu'il s'en distingue :

A. — Parfois les syndicataires qui ont rétrocedé à des tiers tout ou partie de leurs droits aux conditions syndicales communiquent leurs noms au gérant ou lui retournent leurs engagements. Dans le cas où le gérant est maître d'admettre de son seul gré de nouveaux membres, le fait par lui de recevoir les actes syndicaux signés des sous-syndicataires et d'entrer par lettre en rapports directs avec eux ou de leur rendre des comptes équivaut à les accepter comme associés principaux et à décharger le premier syndicataire de la part qu'il leur a cédée. Dans le cas où tous les syndicataires sont associés, il faudrait en outre leur approbation collective. Mais, dans les deux hypothèses, la sous-participation s'efface pour faire place à un élargissement de la participation primitive.

B. — Le sous-syndicataire garde, au contraire, cette qualité quand le gérant ou les autres syndicataires ignorent son existence ou ont refusé d'entrer avec lui en relations directes, jugeant la solvabilité de leur premier débiteur supérieure à la sienne. L'acte syndical contient alors parfois la clause suivante qui affirme, sans l'étendre, le droit du gé-

sur les titres attribués aux sous-syndicataires. Pour échapper à l'éventualité de cette perception, certains établissements qui forment fréquemment des sous-syndicats, comme la Société Centrale des Banques de province, s'efforcent depuis peu de faire entrer les banquiers de leur groupe dans les syndicats à titre, non plus de sous-syndicataires, mais de participants principaux.

rant : « *La gérance n'est tenue de reconnaître comme participants que les adhérents directs au présent acte* ». Elle n'a d'autre portée que de constituer un refus préalable opposé par le gérant aux demandes éventuelles des sous-syndicataires.

III. — Quels sont les effets du contrat de sous-syndicat ?

A. — *Entre les parties.*

Il faut, nous l'avons dit, assimiler les rapports entre le syndicataire et ses sous-associés, à ceux entre le gérant et les syndicataires. Par conséquent, ces rapports seront réglés par la convention de sous-participation, et dans le doute par les principes généraux, chacun ayant les droits et les obligations du bon père de famille.

Le syndicataire pourra se ménager un bénéfice en fixant un cours sous-syndical supérieur au cours syndical ; si chacun des sous-syndicataires n'est rattaché qu'à lui, sans lien entre eux, il peut leur faire des conditions différentielles.

Il est obligé de leur fournir des comptes à la dissolution.

Mais le sous-syndicat est subordonné au syndicat, et de ce lien de dépendance dérivent certaines particularités :

D'abord, à défaut d'entente expresse sur les conditions sous-syndicales, on adoptera celles du syndicat conformément à l'intention probable des parties (1). D'ailleurs, si le syndicataire a le droit d'élever le cours sous-syndical au-dessus du cours syndical, il ne peut naturellement le fixer

(1) Ceci s'applique aussi bien au cours syndical : Thiwissen, *op. cit.*, p. 66, qu'aux différents avantages réservés au syndicataire, par exemple au droit de souscrire par préférence les actions qu'émettra éventuellement la société : *R. G.*, 9 mai 1894, *Holdheim's Monats-schr.*, 1894, p. 413.

à un taux supérieur au cours de placement admis dans l'acte principal (1).

Puis le sort du sous-syndicat étant lié à celui du syndicat, la dissolution du second amène celle du premier. Le sous-gérant ne peut naturellement alors fournir de comptes à son associé que s'il n'a pas renoncé lui-même à en demander au gérant principal.

Enfin, si le syndicataire n'a pas tenu la main à ce que le gérant observe fidèlement les conditions syndicales, il ne peut faire supporter à ses sous-associés les conséquences de son inaction ou de sa négligence. Supposons par exemple que le stock de titres à émettre soit augmenté par le gérant sans le consentement des syndicataires : le syndicataire avait un motif légitime de rompre le contrat et ne peut, s'il ne l'a pas invoqué, obliger le sous-syndicataire à lever une part du non placé (2). Ou le syndicataire effectue, sur la demande du gérant, un versement postérieur à la date fixée pour la dissolution du syndicat : il ne peut en exiger de son croupier le remboursement (3). Ou on pourrait imaginer que, le cours syndical étant de 80 0/0, le cours obtenu par les sous-syndicataires de 85 0/0 et le cours de placement fixé dans l'acte syndical à 90 0/0, l'émission échoue, et que le gérant désireux de réaliser les titres à tout prix les écoule à 78 0/0 : le syndicataire devait s'opposer à

(1) Dans un syndicat il avait été convenu qu'une partie des titres serait placée à 106 0/0, et le reste à 110 0/0 ; un des membres concède une sous-participation à 107 0/0. Le Reichsoberhandelsgericht déclare le contrat nul, les chances de gain du sous-associé étant trop minimes par rapport à ses chances de perte. *R. O. H. G.*, 3 novembre 1874, t. XV, p. 249.

(2) *R. O. H. G.*, 20 avril 1875, t. XVII, p. 197 s.

(3) Arrêts du Trib. fédér. (Lausanne), 27 janvier 1893, t. XIX, p. 273 s.

cette cession défectueuse des titres ou au moins demander à ses sous-associés s'ils ne préféreraient pas lever leur part au cours convenu dans l'espoir d'une hausse ; faute de quoi il ne pourra les contraindre à participer aux pertes (1).

B. — *Vis-à-vis du syndicat principal.*

A l'égard des tiers, au contraire, le sous-syndicat n'a aucune existence juridique ; ses membres sont des *croupiers* et n'entrent pas dans le syndicat principal, en vertu de l'adage : *Socii mei socius meus socius non est*. D. XVII, 2. *Pro socio*, 20.

Les sous-syndicataires n'ont contre les tiers que l'action oblique de l'article 1166 du Code civil et ne peuvent être poursuivis par eux que suivant la même voie (2). Néanmoins ils ne peuvent exercer les droits qui sont strictement attachés à la personne de leur auteur, et il faut ranger parmi ceux-là le droit de participer à la gestion ou à l'administration du syndicat principal, sauf à exercer l'action paulienne, si des actes étaient commis en fraude de leurs intérêts (3).

Naturellement le croupier ne peut s'affranchir des risques de l'opération ni avoir plus de droits que son cédant (4).

(1) Thiwissen, *op. et loc. cit.* ; Laskau, *op. cit.*, p. 39.

(2) Poulle, *op. cit.*, p. 260 s. ; de Pelsmacker, *op. cit.*, n° 92.

(3) Angeloni, *op. cit.*, n° 215.

(4) Ainsi jugé quand l'émission projetée ayant été annulée et la société étant tombée en faillite, les versements effectués sont irrecevables ; les sous-syndicataires ne peuvent réclamer à leur auteur les sommes qu'ils lui ont remises, car, subrogés dans ses droits ils doivent courir aussi bien les mauvaises chances que les bonnes. Com. Lyon, 13 juin 1882, *J. S.*, 1882, p. 476 ; ils ne peuvent d'ailleurs agir contre les administrateurs de la société, si les syndicataires n'ont pas d'action contre eux : Com. Lyon, 20 mai 1882, *J. S.*, 1882, p. 469 ; C. Lyon, 15 mai 1885, *J. S.*, 1887, p. 93 (Banque maritime des Pays Autrichiens).

CHAPITRE III

RAPPORTS EXTERNES DU SYNDICAT D'ÉMISSION AVEC LE PUBLIC, LA RESPONSABILITÉ DU SYNDICAT.

SOMMAIRE. — *Remarques préliminaires : Comment se trouve engagée la responsabilité du syndicat d'émission ?* — I. Position du problème. — II. Fraudes à l'occasion de la constitution des sociétés. — III. Emploi de manœuvres destinées à attirer des souscripteurs : organisation d'une mise en scène (*syndicats fictifs*), publication de faits faux. — IV. Agiotage et maquillage du marché des titres. — Plan : Sect. I. Responsabilité pénale du syndicat. — Sect. II. Responsabilité civile du syndicat.

I. — Nous avons indiqué, au cours de notre première partie, les moyens que le syndicat, une fois organisé et devenu propriétaire ou détenteur des titres à écouler, met en œuvre pour atteindre rapidement et complètement son but. Nous savons qu'après avoir préparé l'opinion par une publicité élogieuse, il ouvre une souscription publique à date fixe, ou procède à des ventes successives auprès de la clientèle poussée par les démarcheurs vers les guichets d'une ou plusieurs banques, ou recourt à des intermédiaires professionnels, agents de change ou coulissiers, qui par des marchés à terme et à prime et des reports classeront peu à peu les titres en Bourse. C'est la situation réciproque du syndicat et du public au cours de ces opérations qu'il nous faut maintenant examiner.

Mais les rapports juridiques nés à cette occasion ne sont

plus exclusivement contractuels comme ceux qui reliaient le syndicat à la société émettrice. Parfois, en effet, le syndicat n'est qu'un intermédiaire qui s'efface dès qu'il a trouvé des souscripteurs, de sorte que le contrat de souscription se forme directement entre la société et les tiers. D'autre part, certains syndicats prêtent seulement leur garantie sans s'occuper du placement ni entrer en relations avec la clientèle : il serait inadmissible que, si leurs manœuvres pénalement répréhensibles avaient indirectement déterminé celle-ci à souscrire, ils pussent échapper à toute sanction. A côté de ses effets contractuels le placement entraîne, on le voit, des conséquences délictuelles et pénales, c'est-à-dire qu'il pose toute la question de la responsabilité du syndicat d'émission.

Quand donc et de quelle manière se trouve engagée la responsabilité du syndicat ?

Si les syndicats étaient toujours construits sur le modèle que nous avons précédemment décrit et remplissaient honnêtement leur tâche, leur responsabilité jouerait rarement et serait légère. Mais dans les faits le syndicat est un terme de signification élastique qui souvent recouvre et dissimule toutes sortes de manœuvres illicites : « C'est alors, dit M. Thaller, un mythe, un mot lancé dans le public pour lui inspirer plus de confiance, un appareil verbal dont s'entoure une valeur et dont les hommes, eux, tendent plutôt à s'évader : on a devant soi un simulacre, quelque chose comme un mannequin ! »

Il est impossible d'énumérer les fraudes protéiformes auxquelles ont donné lieu les syndicats d'émission : l'ingéniosité des manieurs d'argent et la crédulité du public en reculent chaque jour les limites (1). Mais avant d'étudier la

(1) V. dans les *Documents du Congrès des Soc. par act.*, Bruxelles,

répression, précisons d'abord où est le mal en groupant brièvement, dans des cadres assez larges pour recevoir des adjonctions, les principaux procédés de fraude.

II. — A. — *Fraudes à l'occasion de la constitution des sociétés.* — Nous savons déjà que le plus souvent aujourd'hui le capital des sociétés par actions est couvert en entier par les fondateurs et que ceux-ci se groupent ensuite en syndicat pour relancer les titres dans le public avec de fortes primes. C'est là pour les hommes d'affaires peu scrupuleux un moyen facile de déjouer les précautions que la loi a prises contre eux. Grâce à l'entente qui règne entre les fondateurs syndiqués, les formalités constitutives ne sont plus qu'un leurre, et « lorsqu'entrent dans la société les véritables actionnaires preneurs de seconde main, tout l'appareil scénique de la constitution a déjà cessé de jouer » (1).

A cet égard, la fraude du syndicat portera généralement sur l'un des points suivants :

a) Les fondateurs chercheront à éviter l'obligation de souscription intégrale du capital social et de versement du quart (art. 1 loi 1867). Le financier qui lance l'affaire fait souscrire les actions par des hommes de paille syndiqués sous sa direction, produit au notaire une somme temporairement empruntée et s'efforce d'écouler dans le public, à grand renfort de publicité, ce papier de valeur problématique. Qui saura, s'il y réussit, que les premiers versements

1910, t. II, les Rapports de M. L. Rycx, *La fraude en matière de société et le remède*, p. 57 s., et de M. P. Wauwermans, *De la prévention et de la répression des fraudes en matière d'émission de titres*, p. 63 s. — Cf. aussi R. Nouel, *Les sociétés par actions, La Réforme*, Paris, 1911.

(1) Thaller, *Réforme de la loi des soc. par act.*, *Rev. pol. et parl.*, 1903, p. 91.

du syndicat étaient fictifs, et qu'avant de recevoir l'argent des acquéreurs la caisse de la société était vide ? L'irrégularité ne sera révélée qu'en cas d'échec de l'émission (1).

Ceci suppose que le syndicat emprunte le premier quart à un tiers. Combien de fois c'est la société elle-même dont le syndicat émet les titres qui lui fait cette avance par des procédés d'écriture d'illégalité flagrante ! Par exemple, elle ouvre, quelques jours avant l'émission, un crédit aux prétendus souscripteurs (2) ou les tient quitte de leur versement par un virement suspect en compte courant.

Cette simulation de souscriptions réelles apparaît plus nettement encore dans les procédés imaginés récemment par le banquier Rochette. Il utilisait comme souscripteurs de ses nouvelles affaires les banques qu'il avait déjà créées et qui tenaient le rôle d'établissements indépendants ; groupées en syndicats avec quelques partisans, elles apportaient le quart légal, somme qu'elles se hâtaient de retirer dès que le public avait acheté les nouveaux titres (3) ; et l'affaire ne marchait qu'avec les trois derniers quarts,

(1) Cf. par exemple l'affaire de la Compagnie centrale des cafés-restaurants, où se rencontrent la souscription fictive par les employés du fondateur et l'intervention d'un syndicat : Paris, 14 avril 1892, D. 92.2.347.

(2) Paris, 26 juillet 1887, D. 88.2.145 (Crédit de France) : « Doit être considéré comme fictif le versement du quart effectué par un syndicat de souscripteurs au moyen d'une ouverture de crédit que lui a consenti la société même qui fait l'émission, alors que cette société ne peut disposer d'une pareille somme, et bien qu'elle ait reçu ses propres actions en garantie de cette ouverture de crédit ; cf. aussi Lyon, 5 mai 1882, *J. S.*, 1882, p. 339, et 12 mars 1885, D. 86.2.136 (Banque de Lyon et de la Loire).

(3) Cass., 28 février 1913, Soc. des Manchons Hella, *R. S.*, 1913, p. 353, où le versement du premier quart n'avait été fait à la société qu'à titre provisoire et par l'effet d'un emprunt remboursable sur les rentrées d'un syndicat formé pour la réalisation des actions.

soit que les actions aient été offertes entièrement libérées, soit qu'un appel de fonds ait suivi l'émission : « On monte, dit M. Thaller (1), une société en commençant par un faible capital, le Crédit minier. Cette société crée une société industrielle, le Syndicat minier, elle couvre par des prête-noms le capital de cette dernière qui, à son tour, reverse les fonds du Crédit minier, soit pour augmenter le capital de celui-ci, soit à titre de prêt. Les fonds circulant en navette, servent à monter une troisième entreprise, la Nerva ou la Banco-Franco-Espanol. Le Crédit minier introduit les titres de ces entreprises qui réciproquement introduisent les siens. »

Des procédés ont même été imaginés qui permettent d'éviter en apparence le reproche de simulation de souscriptions :

Ou bien le syndicat constitue la société avec un capital manifestement insuffisant, mais sur lequel il effectue le versement régulier ; puis les compères votent presque aussitôt une augmentation de capital dont ils offrent les titres au public par l'intermédiaire d'un second syndicat (2).

Ou bien le syndicat souscrit le capital et fait l'apport d'une promesse de vente qu'il réalise, et il compense le prix de vente avec son versement ; de son côté le banquier émetteur compense le quart légal qu'il doit verser avec sa commission de banque (2) ; de sorte que le capital est couvert sans que la société ait encaissé le moindre argent liquide.

(1) Thaller, *Syndicats*, p. 35.

(2) La Cass. belge, 5 décembre 1901, *Rev. prat. soc.*, 1912, p. 67, a déclaré que ce procédé violait la condition de souscription intégrale du capital.

(3) Cour Bruxelles, 12 février 1913, *Rev. prat. soc.*, 1913, p. 119.

b) Le syndicat rendra aussi aisée la dissimulation des avantages particuliers et l'exagération des apports en nature. Les fondateurs tiendront en effet en petit comité les assemblées de vérification où ils approuveront toutes les majorations proposées. Sans doute la jurisprudence a déjà jugé (1) que l'approbation des apports par le syndicat des fondateurs premiers souscripteurs ne fait pas obstacle à l'exercice ultérieur par leurs cessionnaires d'une action en contestation de la valeur des apports pour cause de dol et de fraude ; mais l'action interviendra souvent trop tard pour permettre aux actionnaires de seconde main de récupérer leurs débours. Quant aux avantages particuliers on les leur dissimulera sous forme de commissions de banque, frais de publicité, dépenses de constitution, etc., sur lesquels les fondateurs toucheront en sous-main une ristourne.

Toutes ces fraudes pourront également se produire au cas où le capital d'une société est augmenté par les soins d'un syndicat ; par exemple le syndicat place comme commissionnaire la moitié des actions nouvelles de 100 francs à 125 francs et prend ferme le reste au même taux, mais avec une commission de 25 francs par titre. Il y a là, nous l'avons vu (cf. p. 231), un avantage particulier et les membres du syndicat au profit duquel il est stipulé ne devraient pas prendre part à l'assemblée de vérification (art. 4 L. 1867). Néanmoins, comme le public des actionnaires ignore la composition du syndicat ou même son existence, les syndicataires votent sans craindre la nullité (2) l'approbation de la commission dont ils bénéficient.

(1) Rennes, 12 juillet 1886, conf. Cass., 19 février 1889, S.93.1.406.

(2) L'augmentation du capital sera, d'après la jurisprudence récente (Cass., 31 décembre 1908, D. 1908.1.513, note Percerou), nulle seu-

III. — B) *Emploi de manœuvres destinées à attirer des souscriptions.* — C'est dans le choix de ces manœuvres que les professionnels de la fraude déploient particulièrement les ressources de leur imagination. Notons seulement deux catégories principales de manœuvres :

a) *Organisation d'une mise en scène destinée à tromper le public sur les conditions de l'émission.* — Les émetteurs invoquent des patronages considérables, lâchent dans le public les démarcheurs, traitent à forfait avec une agence de publicité qui vante l'opération dans des affiches, des leaders de journaux politiques, ou même, comme cela s'est vu récemment, dans des scènes introduites habilement dans les revues de music-halls et dans les cinématographes. Surtout ils présentent l'affaire comme soutenue par un groupe de maisons sérieuses et garantie par un syndicat, alors qu'en fait les fondateurs n'ont à leurs côtés que des hommes de paille.

C'est cette fraude qu'avait habilement pratiquée le baron de Reinach en organisant les syndicats de Panama dits à 2 fr. 50. Comme nous l'avons déjà vu, les syndicataires n'y couraient aucun risque et n'y fournissaient aucune garantie ; ils se contentaient de percevoir contre un versement minime une prime considérable ; le public croyait y voir une sûreté supplémentaire et l'assurance que les capitaux demandés seraient intégralement couverts malgré leur énormité. En réalité les syndicats n'étaient que des procédés d'écriture destinés à masquer la rémunération de concours inavouables.

Rochette, qui n'ignorait pas l'histoire de la finance, n'a

lement si, une fois déduites les voix des avantagés, la majorité requise par l'article 4 n'est pas atteinte.

pas hésité à jouer du même miroir pour attirer ce public de demi-initiés qui vit autour des financiers dans l'espoir de profiter de leurs confidences : on verra, dans l'acte relatif à la Banque Franco-Espagnole que nous citons aux Annexes, comment le banquier cherchait à faire souscrire des parts syndicales de 400 actions, à libérer sur le champ, en garantissant aux syndicataires un bénéfice et un cours de revente minimum. La grosse difficulté était en effet pour lui de trouver des souscripteurs, puisqu'ensuite il cotait lui-même, comme nous le verrons, le cours de ses valeurs.

b) *Publication de faits faux.* — A la présentation d'un crédit de façade et de syndicats en toile peinte, il faut adjoindre les manœuvres résultant de la publication de faits faux par journaux, circulaires, bulletins, prospectus, brochures, rapports d'ingénieurs, etc. Souvent la banque gérante du syndicat est maîtresse d'un journal dans lequel elle prête aux valeurs qu'elle lance des propriétés imaginaires ; faute de disposer de cet auxiliaire, elle s'adresse encore à une de ces agences qui ont pris à ferme dans un grand nombre de journaux la publicité financière. Ces mêmes agences possèdent des listes d'adresses auxquelles elles font parvenir la masse des imprimés persuasifs que prépare l'émetteur.

C'est dans ces appels collectifs au public, bien plus que dans la notice légale très incomplète de la loi de 1907 qu'il faudra rechercher les faits faux de nature à engager la responsabilité du syndicat : inexactitude de renseignements techniques, dissimulation des aléas, exagération des possibilités de l'entreprise, omission volontaire de la condition à laquelle est soumis l'octroi de la concession ; ajoutez encore la présentation de l'émission sous les auspices d'un

établissement bien coté, alors qu'on en a seulement loué les guichets, la falsification des bilans et inventaires, etc.

IV. — C) *Agiotage et maquillage du marché des titres.*

— Nous savons qu'une clause expresse de l'acte syndical permet au gérant d'effectuer le rachat des titres revenus sur le marché jusqu'à concurrence d'une certaine quantité ; comme en fait le contrôle de ses actes par les tiers est presque impossible, le gérant régularise à son gré le marché de la valeur qu'il place. Il y a là une source abondante de fraudes. Non que les rachats opérés par les syndicats soient illicites en principe ; mais dès qu'ils provoquent une hausse artificielle, les tribunaux pourront y voir une manœuvre constitutive d'escroquerie.

Le marché fictif que le syndicat est tenté de créer pour attirer d'abord les spéculateurs, puis les capitalistes du comptant sur la valeur qu'il lance n'est pas moins dangereux pour lui. Non content d'annoncer sur le prospectus que l'admission à la cote officielle sera demandée, ce qui n'engage à rien et donne pourtant confiance à la petite épargne, le gérant du syndicat fait insérer dans les journaux financiers, parmi les cotations qui traduisent des marchés régulièrement traités en Bourse, des cotations fantaisistes ne correspondant à aucune transaction réelle. Ainsi peut-il à coup sûr prédire pour telle date tel cours, puisqu'il établit lui-même celui-ci. Le public, séduit par la justesse de ses pronostics et la régularité de la hausse, décharge peu à peu le syndicat de tout son stock, et le marché fictif se transforme en un marché réel que l'émetteur n'a plus qu'à contrôler. A moins qu'avant cette date n'intervienne une catastrophe qui ruine l'édifice à pied d'œuvre.

Ces indications suffisent à mettre en lumière les principales hypothèses où la responsabilité du syndicat se trouve

engagée. Mais la difficulté commence quand on veut appliquer cette responsabilité ; souvent en effet le syndicat est un organe creux et vide à l'intérieur duquel on chercherait en vain des cautions ; existe-t-il réellement, le caractère secret de la combinaison, la multiplicité des participations distribuées, la fréquence des rétrocessions de parts permettent malaisément d'apprécier le degré de responsabilité des divers syndicataires et de frapper les vrais coupables.

Pourtant la responsabilité civile et la responsabilité pénale forment un réseau de mailles assez serrées à travers lequel les financiers malhonnêtes ne passeront pas sans peine. Le plus souvent elles se cumuleront, car les faits de nature à obliger le syndicat à réparation sont presque toujours sanctionnés par les textes pénaux du droit commun ou de la loi sur les sociétés ; parfois elles se compléteront l'une l'autre. Nous étudierons d'abord la seconde parce que plus étroite et liée expressément aux différents textes, alors que la responsabilité civile, régie par les principes généraux des contrats et des délits, est susceptible d'une interprétation plus large.

SECTION I

Responsabilité pénale du syndicat d'émission.

SOMMAIRE. — Cette responsabilité ne frappe généralement que le gérant du syndicat et les administrateurs de la société émettrice. — I. *Fraudes dans la constitution des sociétés* : articles 13 et 14, loi de 1867. — II. *Organisation d'une mise en scène trompeuse* : art. 405 C. pén. — III. *Publication de faits faux* : les peines du faux sont en général inapplicables ; peines d'escroquerie ; portée d'application de l'article 15, loi de 1867. — IV. *Agiotage et falsification des cours* : — A) L'article 419 du Code pénal est inapplicable ; évolution de la jurisprudence ; les valeurs mobilières ne sont ni des marchandises, ni en général des effets publics. —

B) Aussi les rachats ne sont pas en principe punissables ; mais l'article 405 Code pénal et l'article 15, loi de 1867, permettent d'atteindre les manœuvres frauduleuses employées pour fausser les cours (rachats, reports frauduleux, marché et cote fictifs).

Lorsque nous examinerons les réparations civiles qui incombent au syndicat, nous reconnaitrons que l'obligation à indemnité peut peser, non seulement sur l'auteur du dommage, mais encore sur ses associés en vertu des principes de l'association en participation et de la théorie de la faute commune. Mais en matière pénale une pareille extension de la responsabilité est inadmissible ; peu importe que l'existence du syndicat ait été révélée aux tiers ; seuls les auteurs du délit, c'est-à-dire le plus souvent le gérant du syndicat et les administrateurs de la société qui le fondent, sont passibles des peines ; les syndicataires ne seront poursuivis que s'ils peuvent passer pour coauteurs ou complices.

Les textes pénaux qui organisent la responsabilité du banquier émetteur sont assez nombreux : dispositions de la loi de 1867 spéciales à la constitution de sociétés par actions, sanctions du droit commun relatives aux faux ou à l'usage de faux, à la coalition ou à l'accaparement, surtout à l'escroquerie. Une étude complète de ces pénalités (1) sortirait du cadre de la nôtre ; nous voulons seulement dégager des mesures de répression établies par la loi celles

(1) Cf. Rubat du Mérac, *Des délits relatifs aux soc. par actions*, Paris, 1889 ; Percerou, *op. cit.*, p. 700 ; Rep, *Des fraudes commises dans la constit. des soc. par act.*, th. Paris, 1905 ; A. Vial, *Des délits commis à l'occasion des soc. comm.*, th. Paris, 1906 ; H. Mouret, *op. cit.* ; Grandjean, *Etude prat. du délit d'escroquerie dans les soc. par act.*, Paris, 1908 ; J. Tchernoff, *Soc. par act., délits et sanctions pénales*, Paris, 1910 ; etc.

qui sont susceptibles de frapper particulièrement le syndicat et d'atteindre les agissements dont il se rend coupable. Pour ne pas morceler la répression de certaines fraudes, nous étudierons successivement, non les différentes pénalités, mais les quatre catégories de manœuvres punissables que nous avons précédemment établies.

I. — Fraudes à l'occasion de la constitution des sociétés.

Ces fraudes se présentent généralement, nous l'avons dit, lorsque les fondateurs souscrivent réellement ou fictivement les actions et se syndiquent pour les écouler presque aussitôt.

Non que ces souscriptions purement transitoires soient en elles-mêmes punissables. Économiquement elles sont nuisibles, parce qu'en cas d'échec de l'émission les sociétés se trouvent en présence de personnes peu solvables qui se soustraient aux versements complémentaires. Mais quand les souscriptions sont réelles, elles sont inattaquables (1). On n'y peut voir un faux intellectuel, et « c'est en vain, dit M. Wauwermans (*op. cit.*), que les Parquets ont cherché, sous prétexte qu'elles n'étaient que passagères, à les faire rentrer dans la catégorie des affirmations fausses destinées à attirer des souscripteurs (art. 15 loi 1867) ».

Si pourtant derrière le syndicat se cachent des fraudes, les articles de la loi de 1867 qui frappent d'amende et éventuellement de prison l'émission et la négociation d'actions d'une société irrégulière permettront d'atteindre le syndicat. Mais celui-ci est-il un « émetteur » aux termes de l'article 13 ou un « négociateur » aux termes de l'article 14 ? Les deux

(1) Paris, 18 mars 1887, *Crédit général franç.*, D. 88.2.129.

articles dont la portée est un peu différente seront appliqués distributivement.

Le syndicat est-il composé des fondateurs premiers souscripteurs ? Il semble difficile de qualifier d'émission la rétrocession au public des titres puisque ceux-ci sont déjà émis au sens légal. Et pourtant la comparaison des deux textes montre que les fondateurs, malgré leur souscription préalable, tombent sous le coup de l'article 13. L'article 14 ne frappe que la négociation des titres dont la valeur ou la forme serait illégale, parce que les négociateurs d'actions, étrangers peut-être à la constitution, ne sont censés connaître que les irrégularités extérieures et apparentes révélées par le titre même. Il est bien évident que le syndicat des fondateurs est, au contraire, à même d'apprécier les irrégularités internes et que le mot « émission » doit dans l'article 13 être pris au sens large et usuel d'introduction dans le public.

Si, au contraire, les fondateurs ne se syndiquent pas mais repassent les titres à un syndicat de banquiers qui n'ont pas pris part à la constitution de la société, le placement par ce syndicat constitue une « négociation » : il tombe alors sous l'application de l'article 14 au cas où la valeur ou la forme des actions serait irrégulière, ou bien où le quart ne serait pas versé, mais non plus dans l'hypothèse où le capital n'aurait pas été intégralement souscrit (1). Et

(1) Trib. corr. Seine, 20 mars 1905 sous Paris, 22 décembre 1905, Soc. des photographies en couleurs, D. 1907.2.153. Les articles 203 et 313 al. 2 du Code de commerce allemand suppriment cette différence entre le syndicat des fondateurs et celui des banquiers placeurs en frappant de la même responsabilité civile et pénale tous ceux ayant concouru pratiquement à l'émission : mais ils ne visent que les fausses indications contenues dans les prospectus d'émission.

peu importe à cet égard que le syndicat soit de prise ferme ou de garantie : le premier opérera une négociation (al. 1, art. 14), le second participera à la négociation (al. 2), mais la sanction sera identique.

Enfin la dissimulation d'avantages particuliers et l'exagération des apports en nature ne donnent lieu à application ni de l'article 13 ni de l'article 14 ; ceux-ci en effet ne renvoient qu'aux articles 1, 2 et 3 de la loi de 1867 et non à l'article 4. L'absence d'approbation n'a que des conséquences civiles : nullité et responsabilité. Toutefois le syndicat n'échappe pas dans ce cas à toute pénalité, car le tribunal peut voir dans ses actes une manœuvre constitutive d'escroquerie (Cass., 6 février 1883, Comptoir des vidanges et engrais, S. 83.1.233 ; Trib. corr. Seine, 27 juillet 1910, Rochette, *R. S.*, 1910, p. 429) ; ou bien il se peut que la commission syndicale étant prélevée sur le premier quart empêche que le versement légal soit régulièrement effectué (Paris, 17 juin 1904, Soc. des fotogr. en couleurs, D. 1907.2.153 ; Com. Seine, 17 janvier 1911, Soc. foncière et agric., *J. Trib. com.*, 1912, p. 174).

II. — Organisation d'une mise en scène trompeuse.

Pour atteindre cette classe de fraudes, la répression dispose principalement de l'article 403 du Code pénal, grâce auquel elle fera rentrer dans le concept très compréhensif d'escroquerie la plupart des agissements du syndicat concernant l'introduction des valeurs mobilières : « Quiconque, dit en effet le texte, soit en faisant usage de faux noms ou de fausses qualités, soit en employant des manœuvres frauduleuses pour persuader l'existence de fausses entreprises, d'un pouvoir ou d'un crédit imaginaire, ou pour faire naître l'espérance ou la crainte d'un succès... se sera fait remettre

ou délivrer ou aura tenté de se faire remettre ou délivrer des fonds, etc. » On voit qu'il n'est guère de manœuvres destinées à attirer les souscripteurs qui puissent échapper à cette sanction rigoureusement appliquée ; les juges disposent d'une arme toujours prête à frapper et dont ils peuvent étendre la portée selon que le commande l'équité. Ajoutons que, plus large que la loi de 1867, l'article 405 s'applique aussi bien aux émissions d'obligations qu'aux émissions d'actions.

L'organisation d'un syndicat fictif dont le crédit apparent détermine les tiers à souscrire réunit précisément les différents éléments de l'escroquerie : remise ou tentative de remise de fonds, détournement de valeurs, intention dolosive, surtout manœuvre frauduleuse pour persuader l'existence de fausses entreprises, d'un pouvoir ou d'un crédit imaginaire. « En repassant les titres au public, dit M. Thaller, les banquiers cautionnent la valeur, d'un cautionnement surtout moral, mais où entre cependant une garantie d'examen préalable susceptible de se traduire par une responsabilité juridique et positive. La figuration d'un syndicat artificiel tombera sous le coup de l'article 405 lorsqu'il y a eu mise en scène assez caractérisée pour dépasser la mesure d'une déclaration inexacte ou d'un simple mensonge. »

C'est le raisonnement qu'a fait, le 9 février 1893, la Cour de Paris jugeant correctionnellement les syndicats de Panama : « Considérant que les syndicats, contrairement à ce qui se pratique toujours en matière d'émissions loyales de titres, n'était qu'un moyen détourné pour se procurer des moyens plus ou moins avouables à l'effet de faire agir sur le public et appuyer les allégations des directeurs et de leurs auxiliaires ; ... que J. de Reinach, le chef de ce syndicat, ayant les plus gros intérêts, n'avait même pas

opéré de versement préalable pour le montant de sa participation ;... que le syndicat formait autour du public susceptible de répondre encore à l'appel de la Compagnie une vaste conspiration à ses gages organisée ; que tous ces faits constituent indubitablement l'emploi de manœuvres frauduleuses... » (*J. S.*, 1893, p. 247). La Cour de Rouen statuant le 26 juillet 1912 sur renvoi dans l'affaire Rochette a donné la même solution ; l'augmentation de capital de la Société Laviana avait été couverte par un prétendu syndicat, en réalité par les administrateurs de la Société elle-même dissimulés derrière des prête-noms. « Attendu, dit l'arrêt, que chaque action doit être dans la pensée du législateur un accroissement réel du capital de l'association ; que si c'est la société qui souscrit pour elle-même et emploie pour opérer la libération du premier quart des fonds qui sont le produit des réserves ou de versements faits par d'autres souscripteurs, elle trompe le public et viole la loi ; qu'une telle situation n'a rien de commun avec celle des syndicats d'émission dont l'intervention est licite en tant qu'ils agissent comme simples intermédiaires » (*R. S.*, 1913, p. 67).

Il faut remarquer que ces arrêts n'ont frappé que les organisateurs des syndicats, et non tous leurs membres. Dans l'affaire de Panama, il semble pourtant qu'on aurait pu taxer d'escroquerie bien des actes des participants non fondateurs. Aussi, de ce que la jurisprudence se montre assez prudente dans l'application de l'article 405 et allant au plus pressé, recherche avant tout l'auteur direct des manœuvres, les syndicataires ne doivent pas se croire en sécurité : les peines de la complicité les guettent.

III. — Publication de faits faux.

La publication de faits faux n'est au contraire généralement imputable qu'au gérant du syndicat qui se charge de la publicité à ses frais ou à forfait ; si elle engage parfois la responsabilité de ses associés, c'est seulement à titre de réparation civile.

Les textes qui la répriment sont assez nombreux.

On songe d'abord à appliquer à la publication de bilans erronés ou de renseignements techniques inexacts contenus dans des prospectus ou des rapports d'ingénieurs les peines de faux en écritures de commerce et de banque ou en écritures privées : émanant des fondateurs, la « fabrication de conventions, dispositions, obligations ou décharges » ou « l'addition ou altération de clauses, déclarations ou faits » les rendrait passibles des travaux forcés à temps ou de la réclusion (art. 147 et 160 C. pén.) ; le syndicat des banquiers placeurs en mettant en circulation sciemment ces actes falsifiés encourrait les mêmes peines pour usage de faux (art. 149 et 151 C. pén.).

Mais il ne semble pas que ces textes trouvent ici application : la publication de faits faux n'est ni un faux matériel car il n'y a pas falsification physique d'une écriture, ni un faux intellectuel, car celui-ci consiste en une altération de la vérité dans la substance et les circonstances d'un acte, non dans l'attribution à une chose d'une valeur exagérée dans cet acte (1).

(1) Eod. sens., Thaller, *Syndicats*, p. 49 ; Garçon, *C. pén. ann.*, art. 147, n° 291 ; au contraire l'article 247 du Code de commerce italien frappe de pénalités l'énonciation dans les bilans et les rapports de faits faux sur la situation de la société. En Belgique il a été jugé que les peines du faux en écritures publiques s'appliquent lors-

Heureusement le ministère public dispose de deux textes qui comblent la lacune des précédents : à nouveau l'article 403 du Code pénal, puis l'article 15 de la loi de 1867.

a) Lorsque le fait reproché au gérant du syndicat est assez grave pour constituer une manœuvre frauduleuse, il entraîne les peines d'escroquerie. Pour qu'il en soit ainsi, il est nécessaire que le document erroné soit accompagné ou de l'intervention d'un tiers d'une part, ou d'un fait extérieur ou d'une mise en scène, de l'autre (1). Ainsi des allégations mensongères, quelque habiles et captieuses qu'elles soient, même réitérées et produites par écrit, ne constituent pas à elles seules une manœuvre frauduleuse (2). Il en est de même des prospectus et des annonces les plus audacieusement mensongers s'ils émanent visiblement de l'intéressé, par exemple lorsque l'émetteur vante personnellement les titres qu'il lance dans un journal qui ne se targue pas d'impartialité et reconnaît être sous sa dépendance. Mais la publicité opérée par des tiers sans attache apparente avec la banque, l'envoi de nombreux démarcheurs, l'acquisition d'immeubles somptueux et tout l'attirail du bluff financier, constitueraient des manœuvres punissables ; il en serait de même si le rapprochement des insertions mensongères et des autres agissements de l'émetteur montrait qu'il y a là un faisceau de moyens employés pour tromper le public ; ainsi quand le journal a été un instrument entre les mains

que l'acte authentique de société contient une déclaration simulée de souscription (Cass. belge, 22 mai 1911, *Rev. prat. soc.*, 1912, n° 2215) et celles du faux en écritures privées lorsque l'affirmation est contenue dans un acte constitutif sous seings privés (Cass. belge, 10 avril 1906, *Rev. prat. soc.*, 1907, n° 1751).

(1) A. Rouast, *La publicité frauduleuse en droit pénal*, Paris, 1912.

(2) Garçon, *C. pén. ann.*, art. 405, n°s 16 et suiv.

d'un syndicat organisé en vue de concentrer toutes les actions dans les mêmes mains pour faciliter la spéculation, les inexactitudes dolosives qu'il contient jointes à une déclaration erronée de souscription intégrale et de versement du quart, constituent une manœuvre frauduleuse (Paris, 12 mars 1885, conf. Cass., 26 juin 1885, Raffinerie Centrale de Douai, *J. S.*, 1887, p. 316).

Il faut reconnaître d'ailleurs que les limites fixées par la jurisprudence sont assez indécises ; comme il est impossible de donner une définition du « fait extérieur », l'étendue d'application du délit d'escroquerie en matière de publicité financière devient, quoique les textes pénaux soient de droit étroit, une question de fait laissée à l'appréciation du juge.

b) Quand pourtant il est impossible de qualifier de manœuvre frauduleuse l'acte du gérant du syndicat, l'article 15 de la loi de 1867 permet souvent de l'atteindre : « Seront punis des peines portées par l'article 405 du Code pénal... 1° ceux qui par simulation de souscriptions ou de versements, ou par publication faite de mauvaise foi, de souscriptions ou de versements qui n'existent pas, ou *de tous autres faits faux* ont obtenu ou tenté d'obtenir des souscriptions ou des versements. » L'interprétation très large que la jurisprudence a donnée de ce texte en fait un utile complément de l'article 405. En effet :

1° L'article 15 s'applique aussi bien à l'émission des obligations qu'à celle des actions, les deux opérations étant susceptibles de donner lieu aux mêmes fraudes et la formule de la loi étant générale et absolue, a décidé la Cour de cassation le 30 avril 1887 (D. 88.1.334).

2° Les publications qui tombent sous le coup de la loi sont celles qui ont pour but d'obtenir « des souscriptions

ou des versements ». Il en est ainsi de celles dont se rend coupable le syndicat de garantie. Car la jurisprudence a déclaré le texte applicable aux intermédiaires, courtiers ou banquiers chargés du placement (Paris, 18 février 1881, Banque de Crédit commercial et industriel, *J. S.*, 1881, p. 662). Mais si le syndicat a pris ferme et souscrit toutes les actions, ses agissements tendent à assurer non plus la souscription à proprement parler, mais la revente des titres ; le résultat de l'émission est sans influence sur le capital social déjà intégralement réuni ; dès lors, en appliquant ici l'article 15, ne dépasserait-on pas l'intention de la loi qui cherche seulement à garantir la formation honnête du capital (1) ?

La jurisprudence a adopté une solution plus libérale et plus extensive. Après avoir décidé que l'article 15 s'étendait aussi bien aux remises de fonds destinés à compléter le capital social (deuxième, troisième ou quatrième quart) qu'aux versements obtenus lors de la constitution de la société (2), elle l'a appliqué également aux manœuvres employées pour obtenir des acheteurs d'actions non libérées, et non plus seulement des souscripteurs de première main, les versements complémentaires (3). Le syndicat de prise ferme sera donc responsable des faits faux qu'il publie.

3° Mais que faut-il entendre par faits faux ? La réclame même exagérée faite autour d'une affaire ne constitue pas un délit (Paris, 11 août 1891, *R. S.*, 1891, p. 484) ; il en est de même de la publication de faits inexacts si l'émetteur

(1) En ce sens : Wauwermans, *op. cit.*, p. 65.

(2) Cass., 26 février 1904, D. 1905.1.17, note Le Poittevin ; 11 décembre 1909, D. 1911.1.180.

(3) Paris, 18 juillet 1887 (Banque nouvelle de crédit), D. 1888.2.129 ; eod. sens., Thaller, *Syndicats*, p. 53.

en indique la source et met le public à même de se renseigner (Seine, 30 juillet 1890, *R. S.*, 1891, p. 37).

A part ces cas, toutes les indications erronées de la publicité sont passibles de la répression pénale : présentation comme libre de toutes charges d'un immeuble grevé d'hypothèques (Cass., 6 juin 1883, *S.* 87, I, 283), publication de rapports d'experts en supprimant de parti pris tous les passages défavorables (Paris, 18 février 1881, *J. S.*, 1881, p. 222), annonce fausse d'un bénéfice non encore réalisé, évaluation fausse et majorée d'un outillage, etc. La Cour de Rouen vient, dans son arrêt déjà cité sur l'affaire Rochette, de formuler le principe avec une grande netteté : « Attendu qu'avec juste raison il est dit au jugement que les mots « publication de faits faux » ont une portée générale et doivent être entendus de la manière la plus large ; que l'article 13 reçoit son application toutes les fois que les administrateurs et les fondateurs d'une société ou les émetteurs de ses titres publient de mauvaise foi, et dans le but de déterminer les tiers à souscrire ou à acheter des actions, des indications mensongères de quelque nature qu'elles soient, notamment sur les origines de l'affaire, sur les apports, sur les résultats industriels et commerciaux de l'entreprise, sur les bénéfices qu'elle a produits. » Et après avoir constaté que le public doit se tenir en garde contre les exagérations du prospectus, l'arrêt ajoute que « il est interdit de le tromper en affirmant des faits faux : de signaler par exemple des sociétés fondées en violation de la loi comme régulièrement constituées ; leur capital comme souscrit et représentant la valeur qui a été donnée aux statuts, quand il y a des souscripteurs fictifs et que le capital a été frauduleusement majoré ; leur avenir industriel comme assuré, sur la foi de renseignements techni-

ques, alors qu'il existe à la connaissance des émetteurs des aléas considérables et que les seules données techniques publiées sont celles favorables ».

On voit que, grâce à l'article 15, le cadre d'application de l'escroquerie se trouve considérablement élargi ; il n'est pas besoin d'une manœuvre frauduleuse pour que le délit soit patent ; une déclaration inexacte, pourvu qu'elle soit faite de mauvaise foi et ait déterminé les tiers à souscrire, suffit à engager la responsabilité pénale du chef du syndicat et, dans des conditions que nous déterminerons plus loin, la responsabilité civile des syndicataires.

IV. — Agiotage et falsification des cours.

La répression de ces manœuvres est délicate à organiser parce qu'il est difficile de faire le départ entre la spéculation honnête et l'agiotage. La première peut être bienfaisante, car elle permet parfois à une société de se défendre contre des attaques injustifiées des baissiers ; mais il est à craindre que le syndicat chargé de soutenir les cours ne soit entraîné à abandonner sa mission purement défensive pour mener l'attaque, c'est-à-dire pour travailler le marché dans son intérêt personnel.

Il est vrai que le reproche d'agiotage est dirigé principalement contre les syndicats de Bourse proprement dits ; mais les syndicats d'émission n'y échappent pas toujours. Obligés en effet, comme nous l'avons dit, pour classer les titres et attirer les capitaux, d'intervenir à tout moment sur le marché et de racheter les titres flottants, ils sont plus d'une fois amenés à commettre à cette occasion des actes de légalité douteuse.

Quelles sont alors les sanctions pénales permettant d'at-

teindre les manœuvres par lesquelles ils pèsent sur le cours normal des valeurs, rachats, reports, marchés fictifs, etc. ?

Ces agissements peuvent être l'œuvre, soit de la société elle-même qui, dissimulée derrière un syndicat dirigé par ses propres administrateurs, spéculé sur ses propres actions, soit d'un syndicat émetteur agissant pour son compte personnel. Mais comme la loi française ne punit pas spécialement les administrateurs d'une société qui rachètent les actions de celle-ci pour son compte, il n'y a ici aucune différence à faire entre les deux situations (1), et nous puiserons encore dans l'article 405 du Code pénal et dans l'article 15 de la loi de 1867 les éléments de la répression. Toutefois il nous faut auparavant examiner la controverse qu'a soulevée l'application en cette matière de l'article 419 du Code pénal.

(1) Lors de la discussion de la loi de 1867, la commission de la Chambre avait ajouté à l'article 15 un amendement de M. Fabre qui punissait d'une amende de 500 à 10.000 francs le gérant et les administrateurs qui auraient employé une partie quelconque du capital social, ou même une partie quelconque des ressources de la société au rachat des actions émises ; un tel acte équivalait en effet à une diminution clandestine du capital social et est très dangereux aussi bien pour les tiers que pour la société elle-même. Mais le Conseil d'Etat repoussa l'addition « devant la difficulté de distinguer dans la pratique, la fraude de ce qui serait une défense légitime contre les manœuvres de sociétés rivales, et même dans certains cas un emploi légitime des ressources de la société ». Et le Garde des sceaux fit remarquer que l'article 419 du Code pénal constituait une répression suffisante. L'idée, abandonnée, ne fut reprise que par la loi belge du 18 mai 1873 qui déclare dans son article 134 (art. 181 loi du 25 mai 1913) : « Seront punis des mêmes peines (que les administrateurs ayant distribué des dividendes fictifs) tous ceux qui comme administrateurs, commissaires, gérants ou membres du comité de surveillance auront sciemment racheté des actions ou parts sociales en diminuant le capital social ou la réserve légalement obligatoire. »

A. — *L'article 419 du Code pénal frappe-t-il l'agiotage sur les actions des sociétés ?*

Nous avons déjà dit que l'article 419 ne permettait pas de taxer le syndicat d'émission de coalition frauduleuse ; mais nous avons renvoyé à cette place l'examen des motifs qui dictent cette solution. En effet l'article 419, après avoir puni la coalition entre les principaux détenteurs d'une même marchandise, frappe encore tous ceux « qui par des voies ou moyens frauduleux quelconques auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce ». Les données du problème sont donc à peu près les mêmes, qu'il se pose à l'occasion de la validité du syndicat ou à propos de la légalité de ses manœuvres ; seulement la deuxième disposition de notre article comprend, outre les marchandises, les papiers et effets publics.

La question a donné lieu à toute une littérature (1) ; et

(1) Cohen, Les syndicats financiers devant la loi pénale, *la Loi*, 18 novembre 1882 ; F. Worms, De l'impossibilité d'appliquer l'article 419 aux synd. financ., *J. S.*, 1882, p. 63 et *la Loi*, 22 novembre 1883 ; A. Lechopié, Les synd. financ. et la loi pénale, *R. S.*, 1883, p. 328 et *la Loi*, 11 décembre 1883 ; E. Cosson, *L'agiotage et les synd. financ.*, Paris, 1889 ; Rubat du Mérac, *op. cit.*, p. 382 s. ; Buchère, *Opérations de bourse*, 2^e éd., 1892, n^o 475 ; Dall. *Rép.*, v^o Société, n^o 1230 ; Ruben du Couder, *Dict. de dr. comm.*, v^o Jeux de Bourse, n^o 96 ; Babled, *op. cit.*, p. 143 s. ; Percerou, *op. cit.*, p. 83 ; Chasseriau, *op. cit.*, p. 55 ; Mouret, *op. cit.*, n^o 40 ; Lyon-Caen et Renault, IV, n^o 688 ; Grandjean, *op. cit.*, p. 97 ; Garçon, *C. pén. ann.*, art. 419, n^o 73 ; Tchernoff, *op. cit.*, n^{os} 407 s. ; Thaller, *Syndicats*, p. 48 ; Jobit, *L'assoc. commerc. en participation*, th. Paris, 1913, p. 81 s. ; les traités généraux sur les sociétés ; rapports et notes sous les arrêts cités infra.

quoique les tribunaux, après avoir hésité quelque temps, aient aujourd'hui renoncé définitivement à appliquer notre article aux valeurs mobilières émises par les sociétés, la doctrine proteste encore de temps à autre ; aussi faut-il étudier successivement l'évolution de la jurisprudence et sur quelles bases elle a étayé sa solution.

Le point de départ des attaques fondées sur l'article 419 réside dans l'arrêt sévère rendu par la Cour de Paris le 19 mars 1883 dans l'affaire de l'Union Générale (sous Crim. rej., 23 juin 1883, D. 83.1.426) : cet arrêt, contrairement à une décision antérieure (Paris, 1^{er} juin 1843, S. 43.2.277), appliquait l'article aux manœuvres tendant à la hausse et à la baisse des actions de sociétés anonymes, et l'avocat général Calary avait été jusqu'à souhaiter dans ses conclusions l'application de ce texte aux syndicats. Son vœu fut aussitôt exaucé. Le syndicat constitué pour agir sur les cours constitue une coalition tombant sous le coup des poursuites correctionnelles, déclara le tribunal correctionnel de la Seine le 19 janvier 1884 (*R. S.*, 1884, p. 471) ; il est vrai que la Cour réforma le jugement (Paris, 3 juillet 1884, *R. S.*, 1884, p. 384) ; mais un jugement du tribunal correctionnel de Lyon du 26 août 1884 (*R. S.*, 1884, p. 639, affaire Banque de Lyon et de la Loire) admettant l'article 419 fut au contraire confirmé (Lyon, 12 mars 1885, D. 86 2.136) et la Cour de Paris se convertit bientôt à la même thèse (27 décembre 1884, Saunier et Kœnig, Crédit Provincial et Syndicat parisien, *Gaz. Pal.*, 85.1.764). Aussi lors de la discussion du projet de loi relatif à la négociation des valeurs mobilières et aux marchés à terme dans les premiers mois de 1885, l'article 6 portant que « les dispositions de l'article 419 du Code pénal sont applicables aux effets autres que les effets publics, fut-il écarté par le Sé-

nat ; le rapporteur, M. Naquet, fit en effet remarquer qu'en présence d'une telle jurisprudence toute modification législative était superflue.

Mais à peine la loi du 28 mars 1885 était-elle votée que l'événement démentait cette affirmation : l'arrêt de la Cour de Paris de 1884 déféré en Cassation fut réformé par la Chambre criminelle le 30 juillet 1885 sur le rapport du conseiller Auger (S. 85.1.514 et D. 86.1.389) ; de même dans l'affaire de la Banque de Lyon et de la Loire, la Cour de Grenoble, après cassation pour vice de forme de l'arrêt de Lyon (D. 86.1.429), écarta l'application de l'article 419 le 15 juillet 1886 ; et sa décision ayant encore été cassée pour le même motif (D. 87.1.353), une troisième Cour, celle de Bourges, adopta définitivement la solution de la Cour de cassation (2 août 1888, D. 89.2.49). Les mêmes principes furent confirmés par les différents arrêts qui liquidèrent la faillite du Crédit Général Français et de la Société des Réassurances Générales (Orléans, 24 juillet 1890, D. 91.2.337 sur renvoi après cassation ; Paris, 10 juin 1890). Et la jurisprudence paraît si bien établie qu'on ne rencontre depuis cette date aucun arrêt sur la matière.

En Belgique d'ailleurs où l'article 419 a été remplacé au Code pénal par la loi du 31 mai 1866, la jurisprudence a dès 1878 interprété de la même façon un texte analogue, l'article 311, punissant « les personnes qui par des moyens frauduleux quelconques auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers ou effets publics » (1).

(1) Cass. belge, 24 juin 1878, *Pas. belge*, 78.1.399 ; Assises de Brabant, 23 janvier 1879, *Pas. belge*, 79.2.108 ; Nypels et Servais, *Code pén. belge*, 1897, art. 311, n^{os} 3 et 4.

Quels sont donc les moyens invoqués par les partisans de l'interprétation extensive de l'article 419 ?

Ils ont successivement cherché à faire rentrer les titres des sociétés anonymes dans les deux termes de l'article, « les denrées ou marchandises », puis les « papiers ou effets publics ». Les deux argumentations doivent être étudiées séparément :

a) Les titres émis par les sociétés constituent des marchandises, dit on, et cela pour deux motifs. D'abord le terme de marchandises a une signification très large : « Considérant que le mot marchandise, dit l'arrêt rendu en 1883 à propos de l'Union Générale, comprend dans son acception générale non seulement les choses corporelles qui se comptent, se pèsent ou se mesurent, mais aussi les choses incorporelles en tant qu'elles sont l'objet des spéculations du commerce à un prix habituellement déterminé par la concurrence libre du marché. » La preuve, c'est que la Cour de cassation a elle-même appliqué l'article 419 à des marchandises incorporelles, telles que le prix des transports, le taux des assurances, le fret des navires (Cass., 26 juin 1850, D. 50.1.212).

Puis les travaux préparatoires de la loi de 1867 sont conformes à cette interprétation. Au cours de la discussion devant le Corps législatif, le Garde des sceaux, M. Baroche, déclara que « faire naître ou baisser par des manœuvres frauduleuses les actions d'une société commerciale, c'est incontestablement commettre un délit, et dans ce cas les peines édictées par l'article 419 devront être prononcées ». Et l'arrêt de 1883 remarque qu'il a fallu cette assurance donnée par le ministre et confirmée par le rapporteur pour faire échouer l'amendement, signalé supra, qui proposait d'incriminer tout achat fait par une société de ses propres actions.

Dans ces conditions, non seulement le syndicat de titres est susceptible de constituer une coalition, mais ses spéculations pour opérer la hausse ou la baisse forment les manœuvres prévues au texte.

Le rapport du conseiller Auger, dans l'affaire du Crédit Provincial (D. 86.1.389), a aisément démontré la fragilité de ces arguments :

En premier lieu, si l'on recherche le sens du mot marchandise dans les autres articles du Code pénal, on voit que le législateur le distingue le plus souvent des effets : ainsi dans les articles 387, 408 et 440, et dans de nombreuses lois postérieures : loi du 25 juin 1841, etc. ; de même l'opposition qu'il établit dans notre article entre les marchandises et les effets laisse à penser qu'il n'a pas voulu ranger parmi les premières les valeurs incorporelles.

Sans doute la Chambre en 1867 comme le Sénat en 1885 ont été convaincus que l'article 419 s'appliquait aux titres mobiliers. Mais cette opinion ne peut prévaloir contre la volonté du législateur telle qu'elle ressort des travaux préparatoires du Code pénal. Or il appert de ceux-ci que le texte primitif, beaucoup plus large, visait « la hausse ou la baisse des prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets négociables de quelque nature qu'ils soient », c'est-à-dire comprenait certainement les valeurs mobilières sous cette seconde rubrique ; la restriction que dénote le texte actuel fut opérée sur la demande du comte Begouen qui jugeait répréhensibles seulement les paris sur les effets publics (1) ; mais il n'est pas admissible que cette modification ait fait passer les titres des sociétés privées du second terme dans le premier et les ait brusquement introduits

(1) Locré, *Code pénal*, t. III, p. 65.

dans le concept de marchandises où ils n'étaient pas inclus tout d'abord.

6. Aussi l'attaque est-elle aujourd'hui dirigée d'un autre côté ; les mots « papiers et effets publics » seraient assez élastiques pour s'étendre aux valeurs mobilières quelles qu'elles soient.

En effet, dit hardiment M. Cosson (*op. cit.*, p. 12), c'est à tort qu'on restreint le terme d'effets publics aux papiers créés ou garantis par l'autorité. Telle n'était pas la signification que lui attribuaient les rédacteurs du Code pénal. Leur pensée apparaît nettement si l'on se reporte à l'article 76 du Code de commerce promulgué quelques années avant : « Les agents de change... ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. » Les effets publics sont tous les effets cotés, car dans les vues du législateur, « l'admission d'une valeur à la cote est pour ainsi dire l'équivalent d'une recommandation à l'épargne publique ». Quant à la rectification du comte Begouen elle avait seulement pour but d'écarter les lettres de change. Par conséquent, si l'accaparement des titres ne forme pas une coalition de marchandises, les spéculations du syndicat en tant qu'elles portent sur des valeurs cotées constituent des manœuvres sur effets publics.

Ce raisonnement est aussi discutable que le précédent. Il est quelque peu abusif de ranger les valeurs privées parmi les valeurs publiques. Et l'article 76 du Code de commerce ne fait en aucune manière l'assimilation qu'on prétend y lire ; les agents de change ont le monopole : 1° des effets publics ; 2° des autres effets cotés ; mais la distinction même que fait le texte montre qu'il n'y a pas là une équivalence, mais une énumération d'hypothèses dis-

tinctes. Enfin, les motifs donnés par le comte Begouen à l'appui de son amendement cadrent mal avec une exclusion limitée aux lettres de change.

En réalité, le seul argument qui ait de la valeur est l'argument économique. Sans doute l'article 419 a surtout voulu réprimer les accaparements d'objets nécessaires à la vie et protéger le crédit public, alors que l'agiotage sur les valeurs mobilières privées ne répond pas à ces caractères. Pourtant les transactions sur celles-ci sont devenues aujourd'hui si fréquentes et si essentielles à la vie sociale qu'il n'y a plus aucun motif logique de les distinguer des transactions sur marchandises. On concevrait qu'un texte analogue à l'article 293 du Code pénal italien étendit la pénalité aux spéculations sur « les titres négociables sur le marché public ».

Mais ces considérations ne peuvent valoir contre l'étroitesse d'un texte de droit pénal. L'article 419 dans sa rédaction actuelle n'affecte pas la validité du syndicat d'émission alors même qu'il accapare tous les titres ; et il ne frappe ses manœuvres de soutien et de falsification des cours que dans des conditions exceptionnelles : si à la fois le syndicat a opéré sur des effets publics (1), employé des manœuvres frauduleuses, et obtenu une hausse ou une baisse fictive. En pareil cas, le délit ne pourra généralement être reproché qu'au gérant du syndicat.

B. — *Application des principes généraux.*

Privée d'un texte dirigé spécialement contre l'agiotage,

(1) « Rentes sur l'Etat, bons du Trésor, actions de la Banque de France et du Crédit Foncier, obligations municipales, départementales, communales, titres d'emprunts des Etats étrangers, actions et obligations de chemins de fer », dit Buchère, *op. cit.*, n° 179.

la répression ne s'est pourtant pas trouvée sans ressource : elle a fait appel aux principes généraux : l'article 405 du Code pénal et l'article 15 de la loi de 1867. Et le système qu'elle a construit est le suivant :

En principe les rachats opérés par le syndicat, et plus généralement l'action qu'il exerce sur les cours n'est pas punissable : « Considérant que le syndicat n'a en soi rien d'illicite . . . quelle que puisse être l'altération de la sincérité du cours des valeurs syndiquées qui peut en être la conséquence », dit l'arrêt du 28 avril 1887 (D. 88.2.105) dans le procès de la Société des Réassurances générales. Mais cette indulgence est surtout théorique ; en effet :

1° L'article 405 du Code pénal frappera le syndicat si dans ses agissements on peut relever les éléments d'une escroquerie : intervention d'un tiers ou d'un fait extérieur pour provoquer une remise de fonds, mauvaise foi. En pareil cas, les gérants du syndicat et les administrateurs de la société qui l'ont fondé seront poursuivis ; les syndicaux au contraire ne seront guère menacés que d'une responsabilité civile.

Ces principes ont été appliqués particulièrement, pour prendre quelques arrêts récents :

a) Aux *rachats* et aux *reports* frauduleux, dans l'affaire de la Banque de Lyon et de la Loire par la Cour de Bourges le 2 août 1888 (D. 89.2.49). Après avoir écarté l'article 419, l'arrêt déclare que « considérés comme un élément du délit d'escroquerie et ayant trait à des actions de sociétés privées, les syndicats ne revêtent un caractère délictueux que s'ils sont accompagnés de manœuvres frauduleuses rentrant dans les prévisions de l'article 405 » ; et il voit de pareilles manœuvres non seulement dans une publicité abusive, mais encore dans les reports successifs

consentis par la société sur ses propres actions à des individus insolvables dans le seul but de faire atteindre à ces actions un cours dépassant notablement leur valeur réelle, et dans les achats à terme opérés par une personne incapable de remplir ses engagements et grâce à la complaisance de la société. L'arrêt répartit la condamnation sur les différents membres du comité de gérance du syndicat.

b) A l'organisation d'un *marché fictif*, par l'arrêt de Rouen, déjà cité, dans l'affaire Rochette (*R. S.*, 1913, p. 67) : « Attendu qu'introduire une valeur sur le marché, c'est de la part de l'émetteur prendre les mesures nécessaires pour qu'un courant d'affaires s'établisse à la Bourse, dans des conditions assurant normalement le jeu de l'offre et de la demande et une cote régulière des négociations ; qu'il est certain que Rochette s'est appliqué à raréfier le plus possible la quantité des titres ; qu'à cet effet il s'est entendu avec Mayer pour racheter sous le couvert de celui ci tous ceux qui seraient offerts ;... attendu que l'organisation d'un marché dans de pareilles conditions constitue des manœuvres frauduleuses dont le but et le résultat ont été de donner aux titres Rochette des cotes exagérées et de faire croire au public à la sincérité de transactions faussées d'avance. » On voit que la Cour a réussi à frapper des peines d'escroquerie de véritables tentatives d'accaparement.

c) A la publication d'une *cote fictive* : ainsi « le fait d'avoir fait inscrire dans un journal financier un cours fictif de titres émis avec majoration constitue une manœuvre frauduleuse, cette inscription fournissant aux mensonges articulés une autorité indépendante des dires personnels des banquiers chargés de placer les titres » (Cass., 10 janv. 1913 confirmant Paris, 17 février 1912, Soc. La Conservatrice et la Fédération, *Droit financier*, 1913, p. 84).

2° Si les actes du syndicat ne peuvent être taxés de manœuvres et sont pourtant dolosifs, si par exemple la cote de fantaisie est publiée par un journal dont les attaches avec l'émetteur sont connues, l'article 15 de la loi de 1867 permettra de les atteindre à titre de publication de faits faux ou de manœuvres frauduleuses pour obtenir des souscriptions. C'est le système admis, toujours dans l'affaire Rochette, par le Tribunal correctionnel de la Seine, puis par la Cour de Rouen. « S'il est permis en s'entourant de toutes les précautions nécessaires pour en assurer la sincérité de répandre dans le public une cote qui a pour objet de le renseigner sur les fluctuations du marché en banque, ce droit est limité sous cette forme à celles des valeurs qui y ont fait vraiment l'objet d'une négociation ; appliquer sciemment un cours à une valeur qui n'a pas été traitée, c'est inscrire un cours nécessairement fictif et tromper le lecteur. »

On voit que les tribunaux possèdent dans le droit commun et dans le droit spécial aux sociétés un matériel répressif assez complet, dès qu'ils n'hésitent pas à interpréter les textes plutôt dans leur esprit que dans leur lettre. Cependant si la plupart des fraudes sont à la portée d'une sanction pénale, les pénalités de cette catégorie ne retombent que sur une classe trop étroite de délinquants ; car elles frappent seulement les coauteurs et leurs complices, alors que bien d'autres personnes, et souvent les syndicataires, ont une part de responsabilité au moins morale dans les manœuvres dont le public a été victime. C'est cette sorte de complicité atténuée que sanctionnera la responsabilité civile.

SECTION II

Responsabilité civile du syndicat d'émission.

SOMMAIRE. — La loi française n'organise pas la responsabilité civile de l'émetteur au contraire de la loi allemande.

§ 1. — Dans quelles conditions le syndicat est-il civilement responsable ?

I. — *Action civile et action publique.*

II. — *Responsabilité des syndicaux à titre de fondateurs d'une société nulle* (art. 42 loi 1867) : Quand les syndicaux sont-ils des fondateurs ?

III. — *Responsabilité des syndicaux à titre d'administrateurs de la société qui fait l'objet de l'émission* (art. 44, loi 1867). — A) Responsabilité des administrateurs. — B) Responsabilité subsidiaire de la société, soit que ses administrateurs aient pris part au syndicat, soit que ce dernier soit son mandataire.

IV. — *Responsabilité du droit commun* (art. 1382 C. civ.). — A) La jurisprudence organise la responsabilité délictuelle des émetteurs ; ses conditions d'application. — B) Insuffisance de cette responsabilité au point de vue des réticences dolosives. — C) Construction de la responsabilité de l'émetteur à titre de vendeur : le prospectus est une sorte de cahier des charges contenant l'affirmation de certaines qualités des titres ; responsabilité à raison de l'erreur et du dol ; garantie des vices cachés. — D) L'émetteur peut-il être considéré comme un vendeur ? Exemple du droit allemand. Discussion des objections doctrinales (la vente de valeurs de Bourse se fait sans garantie, le secret des agents de change empêche les recours), et du système de la jurisprudence fondé sur le prospectus. — E) Dans quels cas faut-il considérer l'émetteur comme un vendeur ? Il ne faut pas s'attacher aux termes du prospectus, ni au mode d'émission, ni au fait que le syndicat agit en son nom ou au nom de la société, mais voir s'il agit pour son compte ou pour le compte de la société ; critérium pratique.

§ 2. — Responsabilité civile des membres du syndicat.

I. Le gérant opère seul et en son nom. — II. Chaque syndicaux

place en son propre nom. — III. Le placeur invoque le syndicat pour influencer la clientèle.

Les mêmes fraudes qui attirent sur le syndicat la répression pénale entraînent à sa charge l'obligation d'indemniser les tiers lésés. Mais alors que dans notre section précédente nous avons à trier, parmi les textes pénaux concernant l'émetteur, les dispositions applicables au syndicat, nous trouvons la loi française à peu près muette sur sa responsabilité pécuniaire.

Nous sommes en effet restés en France, sur ce point comme sur tant d'autres, aux Codes. Alors qu'en Allemagne par exemple (1), la responsabilité de l'émetteur a été soigneusement organisée, dans notre droit nous perdons pied dès que nous quittons le domaine de l'action civile qui double toute procédure pénale. La loi de finances du 30 janvier 1907 a, il est vrai, exigé dans son article 3 la publication d'une notice en cas d'émission, exposition, mise en vente ou introduction sur le marché en France de valeurs mobilières, et cela préalablement à toute mesure de publicité. Mais aucune responsabilité spéciale n'a été prévue au cas où l'inexactitude des indications de cette notice causerait un préjudice ; il a même été formellement entendu que rien n'était changé au droit antérieur. « Le public, a dit M. Caillaux, ministre des finances, aura à sa disposition tous les recours de droit commun contre les erreurs ou

(1) En Allemagne, l'article 203 du Code de commerce, pour les rapports entre les émetteurs et la société, et les articles 43 et 47 de la loi des Bourses du 22 juin 1896 (aujourd'hui articles 45-49 loi 8 mai 1908), pour ceux entre les banquiers et le public, viennent compléter les principes généraux de la vente et du mandat.

contre les dols dont il aurait pu être victime par suite de fausses publications ou de renseignements inexacts (1). »

Cette pénurie de dispositions législatives est heureusement compensée par l'activité de la jurisprudence et l'élasticité des principes du droit commun. Mais dans les cadres élémentaires qui fournissent ceux-ci, les décisions de fait s'accumulent un peu au hasard. Aussi faut-il avant d'examiner la responsabilité encourue respectivement par chaque syndicataire dégager d'après les directions générales de la jurisprudence les hypothèses où jouera l'obligation de dommages-intérêts et ses conditions d'application. D'où la nécessité de faire deux sous-sections : 1^o Dans quelles conditions le syndicat est-il tenu à réparation ; 2^o Responsabilité des différents syndicataires.

**§ 1. — Dans quelles conditions le syndicat est-il
civilement responsable ?**

La nature de la responsabilité civile encourue par le syndicat est très variable. Tantôt cette responsabilité est un corollaire de l'action pénale ; tantôt elle est la conséquence de la nullité de la société, ou d'une faute de gestion des administrateurs ; tantôt elle est construite sur les principes généraux des délits et des contrats.

I. — Action publique et action civile.

L'action civile est recevable devant les tribunaux répressifs pendant que se déroule l'action publique ; le jugement statuera sur les deux simultanément ; mais la première ne

(1) Sénat, 23 janvier 1907 ; cf. Wahl, De la publicité des placements de titres, *J. S.*, 1907, p. 254, n^o 58 ; A. Pottier, *Des émissions et introductions financières*, Paris, 1907, p. 122.

doit pas avoir plus d'étendue que la seconde et les réparations civiles allouées par l'arrêt ne peuvent avoir pour base que les délits constatés par lui à la charge du syndicat.

II. — *Responsabilité des syndicaux à titre de fondateurs d'une société nulle.*

Les agissements du syndicat peuvent avoir eu pour conséquence la nullité de la société dont il émettait les titres (art. 7 et 41, loi de 1867); si ses membres peuvent passer pour fondateurs, ils subiront la responsabilité que l'article 42 de la même loi fait peser « sur les fondateurs auxquels la nullité est imputable ». Souvent les mêmes faits seront sanctionnés pénalement; mais l'action de l'article 42 dure, si la cause de nullité n'a pas disparu, dix ans, alors que l'action publique se prescrit par trois ans (art. 638 C. instr. crim.). En outre la dissimulation des avantages particuliers, le vote frauduleux des syndicaux dans les assemblées de vérification et l'exagération des apports en nature, hypothèses si fréquentes, nous l'avons dit, en matière syndicale, entraînent la nullité quoiqu'elles échappent à toute pénalité répressive, sauf le cas d'escroquerie.

Quels sont donc les syndicaux frappés de cette responsabilité? D'abord le syndicat de prise ferme que forment les fondateurs en cas de fondation simultanée, cumulant les fonctions de fondateurs, de souscripteurs et de syndicaux. Puis le syndicat preneur ferme des banquiers auxquels les fondateurs ont pu céder leurs actions, car en faisant appel aux capitaux, en sollicitant des adhésions et des souscriptions, en organisant la publicité, ils ont fourni cette coopération active que notre jurisprudence, faute d'une définition légale analogue à celle de l'article 187 du Code de commerce

allemand, adopte comme critérium de la qualité de fondateur (1). La solution est plus douteuse vis-à-vis d'un syndicat de garantie qui a réussi à écouler dans le public le stock entier des titres ; car les syndicataires n'auront jamais appartenu à la société et la loi ne considère comme fondateurs, au sens strict du mot, que les associés (2). Sans doute la jurisprudence se montre très large dans l'appréciation de cette qualité d'associé ; elle a par exemple considéré comme fondateurs des souscripteurs fictifs, simples comparses qui avaient prêté leurs noms au vrai fondateur (Cass., 9 avril 1888, D. 89.1.245). Mais dans toutes les espèces les délinquants condamnés avaient, au moins, l'apparence d'actionnaires véritables et les tiers pouvaient s'y tromper. Il n'en est pas de même ici.

Heureusement cette lacune est de peu d'importance puisque, comme nous l'avons vu, la constitution des sociétés s'opère le plus souvent par l'intermédiaire d'un syndicat du premier type.

III. — *Responsabilité des syndicataires à titre d'administrateurs.*

Il arrive fréquemment, lorsqu'un établissement financier veut augmenter son capital, qu'il garde la haute main sur le syndicat qui lui prête son appui et que ses propres administrateurs le dirigent officieusement. Quelqu'étrange et regrettable que soit cette confusion entre deux organes qui

(1) Trib. civ. Seine, 20 janvier 1905, *J. S.*, 1905, p. 268 : « Le gérant d'un syndicat d'émission d'actions qui a apporté les fonds assurant l'existence de ladite société doit être considéré comme fondateur. »

(2) Cela résulte des travaux préparatoires de la loi de 1863 à laquelle a été emprunté l'article 42 ; cf. Percerou, *op. cit.*, p. 10.

devraient rester indépendants, il faut reconnaître qu'ici la société, ou tout au moins son conseil d'administration, participe au syndicat. Si cette intervention, à la suite de la faillite de la société par exemple, vient à être découverte, n'entraînera-t-elle pas la responsabilité des administrateurs coupables, et même celle de la société, envers les tiers lésés par le syndicat (1) ?

A. — Il est certain que si l'on peut reprocher aux syndicaux administrateurs une faute de gestion, ils sont passibles de l'article 44 de la loi de 1867.

Remarquer que la formation du syndicat à elle seule ne constitue pas une pareille faute. La Cour d'Aix avait dit le contraire dans une espèce où le fondateur du syndicat était en même temps président du conseil d'administration de la société. « Attendu qu'en réalité en fondant le syndicat, il n'a été que le prête-nom de cette société qui opérait ainsi un agiotage illicite sur ses propres actions (2). » Mais nous avons vu qu'il est licite à une société de recourir à un syndicat (cf. p. 202 s.).

Il y aura au contraire faute de gestion si les tiers démontrent que les administrateurs syndicaux ont mis le capital social au service du syndicat et l'ont employé à des rachats diminuant le capital social clandestinement (3), ou

(1) Ne pourrait-on dire aussi que les administrateurs en participant au syndicat prennent un *intérêt direct* dans un *marché* conclu par la société et contreviennent à l'article 40 ? Cf. Cass., 16 juin 1891, S. 95.1.506.

(2) Aix, 29 novembre 1883, J. S., 1885, p. 675.

(3) Il faut noter ici que dans notre droit les rachats effectués avec le capital social ne sont interdits que dans la mesure où ils diminuent clandestinement le capital ; la nullité est couverte si le capital est finalement reconstitué : Cass., 11 décembre 1866 et 18 février 1868, S. 68 1.119. Au contraire certaines législations étrangères prohibent formellement ces opérations : article 226 du Code de com-

se sont livrés à de véritables manœuvres illicites sous prétexte d'introduire les titres sur le marché (1).

B. — Mais si les administrateurs ne sont pas en mesure de réparer le dommage causé, les tiers sont-ils désarmés ? Il est des cas où la responsabilité de la société joue à titre subsidiaire.

D'abord, lorsqu'il est établi que le syndicat a été formé et dirigé par les administrateurs, et que le patrimoine social s'est accru par leurs manœuvres aux dépens du public, il faut bien que la société restitue ce qu'elle a indûment perçu (2).

Mais même en dehors de ce cumul sur la tête des administrateurs, lorsqu'ils se sont contentés de confier l'émission à un syndicat sans y participer, la société n'est-elle pas responsable des actes de celui-ci ? La réponse varie suivant qu'on peut relever à la charge de la société et de ses mandataires une faute personnelle (par exemple si les administrateurs ont pris part à la rédaction d'un prospec-

merce allemand, article 628 du Code fédéral des obligations ; article 29 de la loi norvégienne de 1910. En Italie, M. Vivante s'appuie sur l'article 144 du Code de commerce pour les interdire : *I sindacati per la compra e per la vendita delle azioni*, *Riv. di dir. commerc.*, 1904.1.265. En tous cas le rachat des obligations n'est pas illicite : Lyon-Caen et Renault, II, n° 888.

(1) Soc. des dépôts et comptes courants, Seine, 8 juin 1894, *J. S.*, 1895, p. 87.

(2) Cass., 30 juillet 1895, D. 96.1.132, dans une espèce où les obligataires, lésés par les agissements du conseil d'administration, poursuivaient le liquidateur de la société : « Attendu que les administrateurs sont les représentants légaux de la Compagnie ; que lorsque dans l'exercice de leurs attributions ils ont pratiqué des manœuvres frauduleuses ou commis un dol, la société n'en doit pas profiter, mais doit au contraire réparer le préjudice qui en résulte pour le tiers de bonne foi. »

tus mensonger), ou que le dommage est imputable au seul syndicat.

Dans le premier cas la société est tenue en vertu des principes généraux, alors même que les tiers auraient acquis les titres non de ses mains, mais d'un syndicat preneur ferme et revendeur pour compte propre (1). Car la responsabilité aquilienne remonte jusqu'au premier auteur de la faute.

Dans la seconde hypothèse au contraire la société est en principe à l'abri de tout recours ; le public est l'ayant cause du syndicat et ne peut se retourner que contre son auteur du moment que la société n'est pas en faute (2). Mais cette décharge ne vaut qu'en présence d'un syndicat de prise ferme. Les autres syndicats, syndicats de garantie ou simples commissionnaires, opèrent à titre de mandataires de la société et celle-ci est responsable du dommage causé par ses préposés (art 1384 et 1998 C. civ.).

IV. — *Responsabilité du droit commun.*

Les actes dolosifs du syndicat peuvent enfin ne rentrer dans aucune des catégories précédentes ; soit que les syndicalaires ne puissent être poursuivis ni à titre de fondateurs ni à titre d'administrateurs ; soit que l'action pénale soit

(1) Lyon, 6 mars 1912, S. 1913.2.129 et l'importante note de M. Wahl.

(2) Arrêt de Lyon précité : « Attendu qu'il résulte des documents que les demandeurs n'ont pas souscrit eux-mêmes leurs titres, mais les ont achetés des membres d'un syndicat lequel avait souscrit la totalité de l'émission ; que par suite, la circulaire eût-elle exercé une influence sur les demandeurs, ceux-ci devraient en faire grief à leurs vendeurs seuls, à moins qu'ils n'établissent la participation personnelle des administrateurs à l'usage abusif de la circulaire, ce qui n'est pas. »

éteinte ou impossible : il s'agit par exemple d'une fraude dans la constitution de la société qui est révélée après la prescription de trois ans ; ou bien le dommage a été causé sans intention frauduleuse, de bonne foi, et on n'y peut voir une escroquerie ; ou bien encore les faits faux publiés par le syndicat n'ont pas une gravité suffisante pour tomber sous le coup de l'article 15, malgré l'étendue d'application de ce texte (1). Dans ces différentes hypothèses il faut rechercher dans les principes généraux la base et l'étendue de l'action en réparation.

La responsabilité civile du droit commun est soit délictuelle soit contractuelle, suivant la nature de la faute qui la fait naître. A notre avis le syndicat d'émission peut encourir cette double responsabilité, la seconde servant de complément à la première dans certaines situations.

Cependant la jurisprudence a presque toujours considéré l'émetteur comme un intermédiaire responsable de ses fautes en vertu seulement de l'article 1382 du Code civil, et les tiers lésés ont vainement essayé jusqu'ici de fonder leur demande en dommages-intérêts sur ses obligations à titre de vendeur. Nous étudierons donc : A) l'état actuel de la jurisprudence, B) puis les avantages que présenterait l'introduction de la responsabilité contractuelle, C) enfin si celle-ci est admissible dans l'état actuel de notre droit.

En tout cas il est bien certain que la solution adoptée, quelle qu'elle soit, s'appliquera aussi bien à l'émetteur non syndiqué qu'au syndicat et à ses membres. M. Pic, dans une importante note que nous citerons plus d'une fois (note sous Dall. 1896.2.481) distingue la première situation, où le banquier serait toujours un simple intermédiaire, de la

(1) Ainsi la réticence dolosive échappe à l'article 15 : Paris, 13 juin 1885.

seconde où les syndicataires pourraient tantôt avoir cette qualité, tantôt agir comme vendeurs pour leur compte. Pourquoi cette différence ? Le nombre des émetteurs n'influe pas sur le caractère de leur intervention : s'ils peuvent être revendeurs dans un cas, ils le seront aussi bien dans l'autre. Et cette assimilation a son importance, car elle nous permettra d'appliquer aux syndicats la jurisprudence assez fournie qui régit la responsabilité des émetteurs isolés.

A. — *Responsabilité civile du syndicat en droit commun
d'après la jurisprudence.*

D'après les décisions des tribunaux, l'émetteur, syndiqué ou non, est un intermédiaire entre la société ou l'Etat et le public. Nous discuterons plus loin les motifs donnés à l'appui de cette solution ; voyons les conclusions auxquelles elle conduit.

Puisque l'émetteur ne fait qu'encaisser pour compte de la société les sommes versées, il est un mandataire qui disparaît derrière son mandant dès sa mission remplie ; le contrat se forme directement entre ce dernier et le tiers souscripteur. Dès lors le mandataire n'encourt à raison du prospectus aucune responsabilité contractuelle, à moins qu'il n'ait dépassé ses pouvoirs sans en avoir donné aux tiers une connaissance suffisante (art. 1997 et 1998 C. civ.) : par exemple si chargé de faire le service de l'emprunt, il avait laissé croire aux souscripteurs qu'il garantissait personnellement le paiement des coupons.

En revanche sa responsabilité sera engagé chaque fois qu'il se sera rendu coupable lors de l'émission d'un dol ou d'une faute tombant sous l'application du droit commun de l'article 1382 du Code civil. Mais cette responsabilité délictuelle est soumise à des conditions qui en rendent l'application assez rare (1) :

(1) Un récent jugement du tribunal civil de la Seine, du 21 décem-

1° Il faut d'abord que l'émetteur se soit rendu coupable d'un dol ou d'une faute caractérisée. Ainsi le banquier qui s'est borné à prêter son concours à la société sans se substituer à elle et sans entrer en relations directes avec les souscripteurs, lesquels en versant leur argent aux guichets de la banque n'ont entendu faire crédit qu'à la société, ne saurait être tenu pour responsable (Paris, 12 décembre 1893, *J. S.*, 1894, p. 101). Ne le serait pas davantage le banquier qui, agent financier du gouvernement emprunteur, n'a fait que se charger du service de l'emprunt (Cass., 14 août 1878, *D.* 79.1 57). Le fait même de distribuer à sa clientèle un journal prônant les valeurs dont il a assumé l'émission est insuffisant à lui seul pour constituer une manœuvre dolosive (Orléans, 23 août 1882, *D.* 83.2.101). Il en serait de même d'une circulaire dans laquelle le banquier témoignerait sa confiance dans le résultat de telle entreprise (Com. Seine, 17 février 1900, *la Loi*, 30 avril 1900), ou dans laquelle il dirait : « Nous tenons à la disposition de nos clients une action de tout repos sur laquelle nous garantissons un revenu de 5 0/0 et une plus-value assurée d'ici peu de temps » ; car cette garantie doit être entendue dans le sens d'une garantie purement morale (Grenoble, 13 mars 1912, *Information*, 30 juin 1912).

En revanche il y aurait dol dans le fait de collaborer sciemment à la rédaction d'un prospectus mensonger ; il y aurait faute dans le fait de la part du banquier d'affirmer faussement, même de bonne foi, l'existence des garanties mentionnées au cahier des charges de l'emprunt ; car le banquier devait avant de signer le prospectus s'assurer au moins que

bre 1909 (Union des capitalistes, *Gaz. Trib.*, 1910.1.235), les formule avec une grande netteté ; cf. aussi note Pic précitée ; note L. Lucas, sous 5 décembre 1887, *Ann. dr. comm.*, 1880.1.101

les garanties n'étaient pas imaginaires, par exemple que l'hypothèque n'était pas primée par une précédente qui la ruinait, ou qu'elle pouvait être valablement prise. Peu importe qu'il n'ait pas pris part directement à la rédaction du prospectus et qu'il ne soit pas complice des fraudes ; le fait seul de publier les indications erronées alors qu'il devait les vérifier suffit à le constituer en faute ; s'il a accepté à la légère de patronner une émission véreuse, qu'il en supporte les conséquences : Anvers, 16 février 1877, *Jurispr. Anvers*, 1877, p. 67 ; Paris, 22 mars 1877, D. 79.2.40 ; Paris, 12 août 1879, D. 80.2.41 ; Paris, 26 mars 1886, D. 87.2.57 ; Paris, 5 décembre 1887, D. 89.2.185 ; Bruxelles, 20 mai 1886, *Journ. val. mob.*, 1886, p. 83 ; Cass., 18 mars 1891 (Crédit du Nord), D. 91.1.401 et sur renvoi, Orléans, 4 juin 1892, D. 96.2.161 ; Paris, 12 décembre 1893 (Chemins de fer de Santa Fé), D. 1896 2.481 ; Com. Seine, 4 juin 1894 (Chemins de fer argentins et Banque de Paris et des Pays Bas), *la Loi*, 28 juillet 1894.

2° Il faut que de cette faute ou de ce dol soit résulté à la charge du demandeur en responsabilité un dommage direct ; ce qui l'oblige à prouver :

a) Que les manœuvres ou la faute de l'émetteur ont été la cause directe et immédiate de sa souscription : preuve qui théoriquement est impossible, puisqu'on ne peut définir à coup sûr le motif déterminant de la volonté du souscripteur (Cf. Paris, 23 mars 1887, D. 87.2.251), et qui en tout cas laisse le tiers à la merci du pouvoir d'appréciation du tribunal. Aussi la jurisprudence est-elle sur ce point très variable. On peut seulement remarquer qu'elle fait souvent une distinction entre les différents groupes d'actionnaires ou d'obligataires qui poursuivent l'émetteur ; elle admettra facilement que les souscripteurs primitifs ont été détermi-

nés par le prospectus, tandis qu'elle sera plus rigoureuse pour les acheteurs postérieurs (1) guidés dans bien des cas par un but de spéculation (2). Le fait d'avoir présenté inexactement les actions émises comme cotées en Bourse ne peut à lui seul être considéré comme la cause déterminante de la souscription (Seine, 21 décembre 1909, précité).

b) Que le dommage subi, c'est-à dire la dépréciation des cours, a pour cause l'absence des garanties promises ou les inexactitudes du prospectus. Preuve qui ne sera pas plus aisée, car il est souvent délicat de déterminer si la ruine d'une entreprise provient d'un vice propre, ou bien est la conséquence d'une crise générale ou de faits non imputables à l'émetteur, cas fortuits et événements de force majeure (Paris, 12 décembre 1893 précité).

Si tous ces éléments de preuve ont pu être réunis et que la responsabilité soit encourue, l'émetteur sera condamné conformément à l'article 1382 à la réparation intégrale du dommage causé. On empruntera à la jurisprudence relative à la responsabilité des fondateurs et administrateurs les règles suivantes : Le tiers tient-il les titres des mains du syndicat ? Il a droit, s'il les a revendus, à la différence entre le prix de souscription ou d'achat et le prix de revente (Req., 27 mars 1876 ; Paris, 28 juin 1894, D. 95.2.523) ; s'il en est resté nanti, à demander le remboursement du

(1) Puisqu'il s'agit de responsabilité délictuelle, l'émetteur est engagé non seulement envers son cessionnaire direct, mais envers tous les acquéreurs lésés : Arg. arrêt Lyon, 6 mars 1912 précité.

(2) Aux arrêts précités, *adde* Paris, 1^{er} août 1868, D. 69.2.65 ; Req., 7 mai 1872, D. 72.1.233 ; Paris, 12 août 1879, D. 80.2.41 ; Lyon, 12 mars 1885, D. 86.2.136 ; Paris, 31 mai 1892, D. 93.2.249 ; Paris, 28 juin 1894, D. 95.2.523, etc., relatifs à la responsabilité civile des administrateurs fondée sur les mêmes principes.

prix entier d'achat ou de souscription en restituant les titres (Req., 7 mai 1872 précité), ou même, en les gardant à titre de dommages-intérêts supplémentaires (Req., 10 août 1880, D. 81.1.457). Au contraire les acquéreurs postérieurs ne peuvent exiger que leur prix d'achat, non le prix d'émission, s'il est certain que les titres avaient subi une dépréciation à l'époque de leur acquisition (Paris, 12 août 1879, D. 80.2.41). Mais s'ils avaient été achetés au-dessus de leur cours d'émission, les demandeurs ayant droit à la réparation intégrale de leur préjudice, obtiendraient le remboursement de leur prix d'achat.

B. — *Insuffisance de cette responsabilité.*

La responsabilité de l'émetteur ainsi construite est très souple et permet d'atteindre la plupart des manœuvres dont se rendent coupables les financiers pour drainer l'épargne publique. A vrai dire, elle est indéfinie et la jurisprudence en élargit tous les jours l'application à mesure que se transforment les procédés de fraude ; car l'article 1382 se contente de formuler juridiquement le principe d'équité et l'étendue de la responsabilité délictuelle n'est qu'une question de fait.

L'accumulation progressive des décisions des tribunaux a même eu pour résultat de déplacer le fardeau de la preuve de la faute commise par l'émetteur. On ne s'en aperçoit pas toujours. Ainsi M. Thaller, après avoir blâmé l'insuffisance de l'article 1382 et constaté que la loi de 1907 n'est sanctionnée que par une amende : « Serait-il draconien, ajoute-t-il, de poser en règle que celui qui donne un renseignement répond de sa réalité, que celui qui dit un emprunt ou un capital placé sous le couvert des lois dit en même temps ces lois obéies ? Si l'on tempère immédiate-

ment ce principe de responsabilité par une offre laissée aux introducteurs de se disculper en prouvant qu'il n'y a eu aucune faute grave de leur part à articuler des faits ou l'accomplissement légal d'une procédure qu'ils n'ont pas été en mesure de vérifier, le régime consacré deviendra équitable, exempt d'outrance » (1). Et il invoque l'exemple de la loi allemande des Bourses de 1896 qui dans son article 43 admet un système analogue.

Mais la jurisprudence est déjà arrivée sans texte nouveau et par l'interprétation de l'article 1382 au même résultat. On voudrait que le tiers ait seulement à prouver l'inexactitude des déclarations du prospectus (*actori incumbit probatio*) sans avoir à établir la faute de l'émetteur ; cependant il faut reconnaître que celui-ci n'est tenu comme tout vendeur de créance (art. 1693 et 1694 C. civ.) de garantir que l'existence de la créance ou des sûretés y jointes, non la solvabilité de l'emprunteur. Or la présente jurisprudence ne dit pas autre chose : la preuve de l'inexactitude des prospectus équivaut à la preuve d'une faute, c'est-à-dire d'un délit si elle est intentionnelle, d'un quasi-délit en cas contraire (2). Ainsi la responsabilité délictuelle sanctionne avec autant d'efficacité les dires et promesses de l'émetteur que la règle proposée.

Le point faible du système français est, nous le croyons, ailleurs :

(1) Thaller, *Syndicals*, p. 40.

(2) « Considérant en droit que le banquier émetteur est responsable des affirmations mensongères ou mieux imprudentes des prospectus qu'il répand dans le public, mais qu'il ne saurait être responsable que de l'existence et non de la réalisation ou de l'efficacité des engagements qu'il annonce de bonne foi avoir été pris par des tiers. » Paris, 12 décembre 1893 précité.

Si au point de vue positif, c'est-à-dire relativement aux agissements dolosifs et aux déclarations expresses de l'émetteur, l'article 1382 est à peu près satisfaisant, il n'en est pas de même au point de vue négatif, à savoir touchant ce que le banquier s'est abstenu de révéler. Les tribunaux sont à peu près désarmés en face de ses réticences ; celles-ci pourront quelquefois être considérées comme une faute (1) ; mais le plus souvent, elles n'offriront pas un caractère de gravité suffisant (2).

En Allemagne les omissions dolosives (*bösliche Unvollständigkeit*) du prospectus sont expressément sanctionnées par le texte précité. En France il serait désirable que le banquier soit également rendu responsable non seulement de ce qu'il dit, mais encore de ce qu'il ne dit pas, comme l'assuré répond de sa réticence envers l'assureur (art. 348 C. com.).

Mais n'existe-t-il pas déjà dans le droit commun de la vente un principe permettant de parer au moins dans une certaine mesure à cette lacune ? Avec la lenteur dont fait preuve le législateur, il ne faut négliger aucune des armes qui peuvent être en notre possession.

C. — Responsabilité de l'émetteur vendeur.

S'il est possible de considérer l'émetteur comme un vendeur, quelle est sa responsabilité ?

Toute violation par le banquier des conditions du contrat de vente l'oblige à réparer le dommage causé.

Quant à l'étendue des obligations ainsi imposées à l'émetteur, elle est déterminée par ses propres déclarations, c'est-à-dire principalement par le prospectus.

(1) Seine, 21 décembre 1909 précité (Dissimulation de rapport d'expert).

(2) Civ. Seine, 20 janvier 1905. D. 1905.5.48.

La notice obligatoire de la loi de 1907 est à cet égard d'une faible importance, car elle ne contient que des indications purement formelles : dénomination de la société, législation sous laquelle elle fonctionne, siège social, objet et durée de l'entreprise, montant du capital, taux des actions et capital non libéré, dernier bilan certifié ; ce sont là des renseignements utiles en pratique, mais où l'on ne peut voir l'élément déterminant de la conviction du public. Le prospectus au contraire contient outre ces données un grand nombre d'indications techniques, extraits de rapports, attestations, échafaudages de calcul, etc., propres à influencer d'une manière décisive sur l'esprit des souscripteurs.

Juridiquement le prospectus constitue l'affirmation des qualités du titre offert sur le marché. « Quiconque, disait M. Thaller (1), dans des circulaires, dans un journal, fait une notice de prospectus et parle de son chef sans se borner à citer la déclaration d'autrui, sans se retrancher derrière autrui, se porte par là même garant de l'exactitude des allégations produites. Si elles sont reconnues fausses plus tard et que d'ailleurs l'auteur du prospectus aurait pu s'assurer de leur défaut de vérité, il y a une responsabilité encourue. C'est la garantie des *dicta atque promissa*. » La loi de 1907 n'a rien enlevé à l'exactitude de cette affirmation en rendant le prospectus obligatoire et la théorie romaine est ici fort justement évoquée.

On sait qu'à Rome (2) le vendeur, non seulement était tenu des défauts cachés de la chose vendue qui la rendaient impropre à l'usage auquel elle était destinée ou en diminuaient sensiblement la valeur, mais encore était lié par

(1) Thaller, *Trailé*, 1^{re} éd., 1898, p. 276, note 1.

(2) Accarias, *Droit romain*, II, p. 299 ; Maynz, *Droit romain*, II, p. 227.

toutes les déclarations et promesses qu'il avait faites lors de la conclusion du contrat : il pouvait ainsi se charger subsidiairement de la garantie de certaines qualités dont il affirmait l'existence (Dig. XXI, 1, *de aedil. edict.*, 17, 20 ; 18, pr., 1 et 2 ; et 19, pr. et 4), de la garantie des vices moraux (en matière de ventes d'esclaves : Dig. *h. t.* 19, 1), des vices que l'acheteur connaissait, des vices futurs, etc... Le Code civil allemand admet expressément la même théorie (1). Le nôtre au contraire est muet à cet égard ; mais l'article 1641 du Code civil est conçu dans des termes assez larges pour que, d'après tous les auteurs, le vendeur soit également responsable si la chose est dépourvue des qualités dont il a assuré la présence (2). La garantie de fait peut aussi bien étendre la garantie de droit que la restreindre.

Or l'émetteur en publiant un prospectus établit à sa charge une garantie de fait. Avant 1907 rien ne l'obligeait à présenter la valeur au public sous l'aspect décrit au prospectus ; depuis cette date, certaines mentions lui sont imposées par la loi, mais ce ne sont pas le plus souvent celles-là qui risquent d'être erronées : les déclarations que volontairement il ajoute aux mentions obligatoires dans la notice l'engageant personnellement : « Les indications du prospectus suivant lequel se fait l'émission, dit M. Dernburg (3), va-

(1) Art. 459, al. 2, B.G.B. « Le vendeur a également à répondre que la chose possède au moment du déplacement des risques les qualités affirmées, zugesicherte Eigenschaften. »

(2) Guillouard, *Vente et échange*, I, p. 453 ; Aubry et Rau, *Dr. civ.*, 5^e éd., 1907, t. 5, p. 106, note 4.

(3) H. Dernburg, *Das bürgerliche Recht des deutschen Reiches*, II², Halle, 1901, p. 338. — Cf. également les considérations de M. Engelhard, *Das Emissionsgeschäft*, th. Erlangen, 1909, p. 54 s., sur la nature de la responsabilité contractuelle de l'émetteur à raison du prospectus ; il considère que la garantie mise en jeu n'est pas celle résultant de la vente d'une chose, mais celle dérivant

lent, comme affirmation des qualités du titre et l'émetteur a à les représenter. » Nous dirons même plus : à notre avis *le prospectus est une sorte de cahier des charges contenant les conditions du contrat passé avec le public*. Certaines de ces conditions se trouvent imprimées sur les titres eux-mêmes ; mais comme la plupart n'y trouveraient pas place et que d'autre part il n'est généralement délivré lors de l'émission que des certificats provisoires, il faut bien les mentionner dans une pièce annexe, le prospectus, dont l'émetteur ne peut décliner la responsabilité (1).

Dans ces conditions le banquier est d'abord tenu lorsque ses dires et promesses ne sont pas conformes à la réalité ; à cet égard, la responsabilité délictuelle aboutit, nous l'avons vu, au même résultat.

Mais voici où apparaît la supériorité de la responsabilité contractuelle. Si l'émetteur a omis, même sans intention frauduleuse, de révéler des faits qui changent à ce point la nature ou la valeur des titres que le tiers ne les aurait pas acquis en pleine connaissance de cause, ou ne les aurait payés qu'un prix moindre, l'acquéreur disposera d'un double recours :

a) Il peut prétendre que *son consentement a été vicié*, soit par des manœuvres dolosives de l'introducteur, soit par suite d'une erreur substantielle. Le fait de dissimuler certains éléments propres à changer la conviction du public

de la vente d'un droit ; le droit français ne fait pas une pareille distinction. •

(1) Un récent jugement du tribunal de la Seine en matière fiscale dit très justement que « en produisant au public les prospectus, la société ne faisait rien autre de plus que de porter à la connaissance des futurs obligataires une copie des clauses des titres des créances offertes, en attendant la confection matérielle et la remise de ces titres » : 23 mai 1910, *Rép. pér. eur.*, n° 12241.

peut en effet être assimilé à un dol, car « le dol, comme le dit un arrêt (1), ne doit pas nécessairement consister dans des manœuvres positives, mais peut résulter de réticences coupables ».

La nullité aura pour conséquence la remise des choses en état, c'est-à-dire la restitution des titres contre remboursement des versements effectués, de l'intérêt légal, des frais (art. 1630 C. civ.) et d'une indemnité, si le dommage subi est supérieur.

b) Cependant ce n'est pas dans les hypothèses où il y a dol ou erreur sur la substance que la responsabilité de l'émetteur à titre de vendeur est la plus utile ; car dans ces faits, la jurisprudence pourra peut-être découvrir encore une faute délictuelle. Mais si le tribunal ne veut admettre ni le vice du consentement ni le délit, l'acheteur aura encore le droit d'invoquer *la garantie des vices cachés* (art. 1641 et suiv. C. civ.). La vente est en effet un contrat de bonne foi qui doit être exécuté dans l'esprit dans lequel il a été conclu : les défauts cachés qui se révèlent après coup et qui rendent la chose impropre à l'usage auquel on la destinait ou en diminuent la valeur au point que l'acheteur ne l'aurait pas acquise s'il les avait connus, engagent la responsabilité du vendeur. Or si le cahier des charges de l'émission, c'est-à-dire le prospectus, présente les titres sous un jour inexact, la révélation de faits antérieurs à sa publication et qui atteignent l'avenir de l'entreprise ou diminuent les garanties promises ne peut-elle être assimilée à l'appar-

(1) C. Gand, 3 décembre 1902, *Rev. prat. soc.*, 1903, n° 417. Dans l'espèce, le vendeur avait laissé croire à l'acheteur que les titres non cotés à la Bourse étaient susceptibles de faire prime de 50 o/o, alors qu'il savait par la situation sociale qu'une telle plus-value était impossible. — Cf. Dall. *Rép.*, v° *Obligations*, n°s 214 s.

rition de vices ignorés de l'acheteur? N'est-il pas évident que le public n'aurait pas, si le prospectus avait été honnêtement conçu, souscrit les titres, ou ne les aurait souscrits qu'à un taux moindre? Et comment, si on l'admet, refuser au souscripteur le droit de demander, contre restitution des titres, le remboursement de sa mise, ou d'exiger une diminution du prix tout en gardant la chose, l'émetteur étant dans les deux cas tenu de dommages-intérêts s'il a été de mauvaise foi (art. 1645)?

En tout cas, que l'on fonde l'obligation de l'émetteur sur le dol, l'erreur ou les vices cachés, la responsabilité contractuelle présente, on le voit, un complément utile de la responsabilité délictuelle : les réticences ou omissions graves du prospectus sont sanctionnées par la garantie de l'émetteur. D'un autre côté, la part d'appréciation laissée au juge est moins large à deux points de vue : 1^o il a seulement à estimer si le préjudice résulte directement du manquement aux conditions de ce prospectus, et non plus s'il y a vraiment eu faute ; 2^o la responsabilité de l'émetteur est moins étendue et moins arbitraire, car il n'est tenu que des dommages-intérêts prévisibles lors de la convention (art. 1150 C. civ.) et de la perte qui a été la suite immédiate de la convention défectueuse (art. 1151 C. civ.), c'est-à-dire que sa condamnation ne dépassera pas le prix d'émission indiqué au prospectus ; il a garanti que la valeur du titre était adéquate à ce prix, mais au delà on ne saurait lui reprocher une hausse à laquelle il est étranger.

Toutefois il ne suffit pas de montrer les avantages du système s'il est juridiquement inapplicable. C'est l'examen de cette question qu'il nous faut ici aborder.

D. — *L'émetteur peut-il être considéré comme un vendeur ?*

Les principes de la vente ont été plus d'une fois appli-

qués aux émissions, particulièrement à l'étranger. Ainsi en Allemagne, surtout avant que la loi de 1896 ait organisé une responsabilité spéciale des émetteurs, la jurisprudence les a à plusieurs reprises astreints à la garantie des vices cachés : « Lorsque, dit M. Cosack (1), la vente est conclue explicitement ou implicitement en référence au prospectus d'émission publié par elle, la banque doit répondre de toutes les indications fausses renfermées dans le prospectus, qu'elle ait agi dolosivement ou avec négligence ou de bonne foi ; car le prospectus constitue une pièce du contrat de vente conclu entre elle et ses souscripteurs. »

En France M. Pic dans la note citée *supra*, en Belgique M. de Pelsmaeker (*op. cit.*, n° 104), en Italie M. Angeloni (*op. cit.*, n° 261), considèrent également dans certains cas le syndicat comme vendeur. Enfin le système a été formellement admis dans les motifs d'un arrêt de la Cour de Paris du 12 juin 1886, où il s'agissait d'un banquier qui, pour placer les titres dont il avait assumé l'émission, avait eu recours à une publicité frauduleuse (2).

Pourtant le « par ces motifs » de ce même arrêt conclut encore, d'une manière, il est vrai, très illogique, à la responsabilité délictuelle du banquier poursuivi, et chaque

(1) Cosack, *op. cit.*, II, n° 66, p. 157 ; Auerbach, *das Actienwesen*, Francfort, 1873, p. 327 ; R. O. II. G., 7 octobre 1875, t. XVIII, p. 180 ; 8 juin 1877, t. XXII, p. 388 ; Staub, *op. cit.*, sous l'art. 213 ; Laskau, *op. cit.*, p. 50 ; Engelhard, *op. cit.*, loc. cit. ; il en est de même en Autriche : cf. Mayer, *op. cit.*, p. 98 s.

(2) D. 1887.2.38 : « Considérant que la dame R. demande contre B. pour cause de dol et de fraude la nullité des ventes qu'il lui a faites ; que sur ce point la question de droit se trouve tranchée par l'article 1116 du Code civil appuyé sur le titre de *dolo malo* au Digeste et qu'il reste à prouver si le dol et la fraude se trouvent prouvés en fait » ; cf. aussi note sous D. 83.2.161 et Paris, 24 mai 1883 (Crédit général français), D. 84.2.148.

fois qu'on a voulu atteindre les émetteurs en vertu du contrat de vente les tribunaux ont écarté ou éludé la demande. Y a-t-il donc à son admission des obstacles juridiques insurmontables ? Nous allons voir qu'il n'en est rien si l'on pose le problème sur son véritable terrain ; les objections de la doctrine ne sont pas plus péremptoires que n'est décisive l'obstruction systématique de la jurisprudence. Examinons successivement les arguments des juristes et les considérants des magistrats.

Arguments de la doctrine. — La doctrine, représentée surtout par M. Thaller (*Syndicats*, p. 54), formule deux objections principales :

1^o La première est fondée sur les graves conséquences économiques qu'entraînerait notre système : « En admettant, dit M. Thaller, que l'introducteur soit recherché au titre de vendeur, l'action ou obligation en sortant de ses mains se trouverait affectée d'un vice caché ou targuée de qualités absentes. Et ce vice, suivant le titre de main en main, frapperait de nullité ou de résolution les transmissions dont il serait ultérieurement l'objet, même entre parties de bonne foi. Or il n'est pas possible que la révélation de la fraude détermine une cascade de nullités pour tous les marchés accomplis. L'occasion serait trop bonne pour le porteur actuel du titre de passer l'éponge sur la spéculation qu'il a faite et qui a mal tourné pour lui. De par une convention tacite, de par l'usage, *la valeur de Bourse se vend sans garantie* aux risques et périls de l'acheteur. L'opération est aléatoire (1). »

Ce raisonnement, on le voit, ne s'oppose pas en tout cas aux poursuites qui seraient intentées par le premier acqué-

(1) Cf. déjà cod. sens. Thaller, *Rev. crit.*, 1883, p. 325 s.

reur contre l'émetteur ; car si les titres étaient restés entre les mains du souscripteur primitif, son action en responsabilité ne rejaillirait sur aucun détenteur intermédiaire. Aussi est-ce à ce premier souscripteur seul que le droit allemand réserve le recours (1).

Mais nous ne croyons pas possible une telle limitation, qui d'ailleurs ruinerait l'efficacité pratique du système, puisque les premiers acquéreurs sont bien rarement ceux qui mettent en branle l'action en responsabilité. A notre avis on ne peut dire que la vente des valeurs de Bourse soit dans tous les cas une opération aléatoire effectuée aux risques et périls de l'acheteur.

Tout le monde admet d'abord que les règles de la garantie en matière de vente sont en principe applicables à la vente des valeurs mobilières (2). Le titre livré doit être à la fois apte à circuler et en état de faire obtenir à son porteur sans autre preuve le paiement de la prestation qui y est inscrite. Par conséquent le vendeur est tenu de la garantie des vices cachés dans les conditions de l'article 1641 du Code civil si le titre qu'il livre est incomplet, ou altéré (D. 71.2.88), ou faux (*La Loi*, 30 juin 1887), ou sorti à un tirage antérieur (Paris, 19 juillet 1890, D. 92.2.257), ou sujet à contestation (Cass., 7 novembre 1893, D. 94.1.258) ou frappé d'opposition (Paris, 13 décembre 1894, D. 96.2.252). La nullité de la vente doit remonter au moyen d'actions en garantie superposées à chacun des vendeurs successifs ayant eu le tort de remettre à son cessionnaire des titres dont la

(1) Cosack, *op. cit.*, *loc. cit.* ; R. G., 24 février 1897, t. 39, p. 245.

(2) Guillouard, *Traité de la vente*, II, n° 638 ; Wahl, *Titres au porteur*, Paris, 1891, II, n° 978 s. ; Rép. Fuzier-Hermann, v° *Valeurs mobilières*, n° 237 s. ; Baudry Lacantinerie et Saignat, t. XIX, n° 426.

régularité n'était qu'apparente ; la garantie doit en définitive retomber sur celui des vendeurs qui a livré les titres à une époque où ils avaient cessé d'être négociables (19 juillet 1890 précité).

On objecte, il est vrai, que ces décisions sont relatives à la validité du titre en tant qu'*instrumentum*, et que le vendeur n'est au contraire tenu ni des sûretés promises, ni de la valeur du titre. Ainsi il a été jugé que les négociations d'actions d'une société déclarée nulle postérieurement ne sauraient être attaquées ni comme ayant manqué d'objet, ni pour erreur sur la substance de la chose cédée, ni pour vice caché (Cass., 3 juin 1885, D. 88.1.23 ; Cass., 23 décembre 1889, S. 91.1.321) : les acquéreurs doivent donc prendre tous les risques à leur charge.

Mais les arrêts qu'on rapporte n'ont jamais eu une portée plus grande. Ils déclarent que la négociation n'est nulle, ni pour absence d'objet, ni pour erreur substantielle, puisque la nullité de la société ne rétroagit pas et que les actions ont eu une existence réelle. Mais ils n'ont jamais dit que, si les actions avaient été véritablement inexistantes, la poursuite n'aurait pas été valablement engagée ; au contraire la jurisprudence a plus d'une fois décidé que la vente des titres d'une société nulle faute d'objet était résiliable comme entachée d'un vice fondamental (1). D'autre part, la garantie des vices cachés a été dans les mêmes espèces écartée parce qu'en fait, il n'y avait aucun lien de cause à effet entre l'avilissement des actions et le vice affectant la société ; mais l'avocat général Desjardins a reconnu dans ses con-

(1) Cf. par exemple, Seine, 8 janvier 1897, *R. S.*, 1897, p. 299 ; Com. Seine, 17 janvier 1911, *J. S.*, 1911, p. 452 (Nullité de l'apport d'une concession faisant l'objet de la société) ; Cass., 30 juillet 1912, *R. S.*, 1913, p. 67 (absence d'objet social).

clusions sous l'arrêt de 1885 précité qu'elle aurait pu jouer si la preuve de ce lien avait été produite (1).

Le vendeur de valeurs mobilières peut donc être tenu non seulement de la validité formelle du titre, mais encore de son contenu (2); aussi, lorsque l'émetteur possède la qualité de vendeur, il a les mêmes obligations relativement aux affirmations du prospectus.

Il doit alors la garantie, non seulement à son premier acquéreur, mais à tous les cessionnaires successifs. Car, nous l'avons dit, le prospectus représente un cahier des charges subsidiaire où sont inscrites les conditions qui n'ont pu trouver place sur le titre lui-même; non qu'il constitue un engagement unilatéral pris par l'émetteur vis-à-vis de tous les porteurs; mais chaque cession est opérée en référence à ses indications; si elles se trouvent fausses, chaque porteur pourra se retourner contre son cédant et la garantie retombera finalement sur l'émetteur.

Mais alors se présente la seconde objection :

2° Cette série de recours successifs par lesquels l'action remontera jusqu'à l'introducteur se heurte, dit-on, à une impossibilité pratique : « le *secret professionnel des intermédiaires* ne permet pas de reconstituer la chaîne et de savoir si c'est bien de Paul, auteur des machinations, que le titre procède ou s'il ne descend pas d'un introducteur différent exempt de reproche ».

Mais un rapide examen de la jurisprudence relative au secret professionnel des agents de change nous prouvera que cet obstacle peut facilement être tourné.

(1) Cf. Lyon-Caen, note sous S. 84.2.49; Houpin, I, n° 324; Vavasseur, *op. cit.*, n° 612.

(2) En ce sens : Lyon, 26 juillet 1889 (*Mon. jud. Lyon*, 17 décembre 1889).

L'article 40 du décret du 7 octobre 1890 prescrit aux agents de change « de garder le secret le plus inviolable aux personnes qui les chargent de négociations, à moins que les parties ne consentent à être nommées *ou que la nature de l'opération ne l'exige* ». Les tribunaux ont utilisé cette dernière disposition pour battre le principe en brèche ; voyons, en distinguant le recours du cédant contre son cessionnaire du recours inverse, à quelles conclusions elle est arrivée.

a) Supposons que la société poursuive le cédant en appel de fonds et que ce dernier demande à l'agent de change de lui révéler le nom de son cessionnaire. La Chambre des requêtes a d'abord décidé (8 août 1882, D. 83.1.241) que les cessionnaires successifs pouvaient être recherchés en vertu de l'action récursoire et que les intermédiaires étaient déliés du secret. Mais il s'agissait en l'espèce de titres irrégulièrement mis au porteur et assimilables par conséquent à des titres nominatifs : or à l'égard de ceux-ci le secret n'existe pas, puisque le vendeur peut connaître par le registre des transferts le nom des cessionnaires. Quand les titres ont au contraire été régulièrement convertis, le secret ne peut plus être levé, parce que le cédant n'a pas d'action contre son acheteur (Lyon, 3 juillet 1883, S. 83.2.193 et Cass., 29 juin 1885, D. 85.1.385, pour les sociétés commerciales, et Cass., 18 novembre 1902, D. 1904.1.417, note Thaller, pour les sociétés civiles).

b) Si c'est au contraire le cessionnaire qui se retourne contre son cédant à raison des vices ou de l'éviction, la jurisprudence admet que l'obligation au secret disparaît, parce que l'acheteur, faute d'un recours contre l'agent de change, doit en avoir un contre le vendeur. Ainsi jugé à propos d'un titre paralysé par une opposition à l'étranger non si-

gnifiée à la Chambre syndicale des agents de change (Lyon, 29 juin 1894 et Paris, 13 décembre 1894, S. 96.2.121 note Wahl, conf. Cass., 22 février 1897, S. 97.1.185).

Ainsi la jurisprudence tend à admettre de plus en plus facilement la dispense du secret professionnel, chaque fois que du marché conclu par l'intermédiaire résulte le principe d'une action de l'un des contractants contre l'autre, et particulièrement un recours en garantie. Puisque c'est là précisément la situation qui nous importe, le caractère occulte des transmissions n'empêche pas le poids de la responsabilité de retomber finalement sur l'émetteur.

Système de la jurisprudence. — Aussi bien, si l'on examine les espèces où la jurisprudence a envisagé la responsabilité de l'émetteur, on constate qu'elle n'a pas songé à l'argumentation que nous venons d'écarter ; elle a chaque fois rejeté la théorie contractuelle par la question préalable : soit, comme dans les décisions de 1893 et de 1894 (1), en affirmant simplement que la banque qui seule est apparue aux tiers, « a agi, non en qualité de vendeur, mais de banquier émetteur », c'est-à-dire de courtier ; soit, comme dans un arrêt très récent (2), en constatant que la responsabilité

(1) Paris, 12 décembre 1893, Chemins de fer de Santa-Fé, D. 96.2.481 ; Com. Seine, 4 juin 1894, Chemins de fer Argentins, *La Loi*, 28 juillet 1894.

(2) « Attendu que B. soutient que l'action actuellement exercée contre les anciens administrateurs ne serait pas recevable parce que les demandeurs auraient acheté les obligations dont ils sont porteurs d'un syndicat qui les aurait souscrites ferme ; que par conséquent c'est contre ce syndicat vendeur seul que peuvent être dirigées toutes actions nées de la vente soit pour cause de vice du consentement, soit en garantie pour vices cachés, mais non contre les administrateurs demeurés en cette qualité étrangers au contrat de vente.

« Que pour apprécier cette fin de non-recevoir, il faut d'abord

étant fondée sur l'article 1382, les administrateurs ne peuvent y échappersous prétexte qu'ils ne sont pas les vendeurs.

Les tribunaux sont partis en effet d'une idée préconçue qu'il n'est pas difficile de retrouver malgré la brièveté des considérants : pour eux le banquier ou le syndicat qui introduit les titres est un intermédiaire qui vend la marchandise d'un tiers pour compte de ce dernier. Tel est en effet, disent-ils, son rôle traditionnel dans la circulation des valeurs. Et la rédaction des prospectus prouve que son intervention n'a pas changé de caractère.

En pratique le prospectus d'émission, qui constitue, comme le dit l'article 203 du Code de commerce allemand, « une annonce publique des titres pour les mettre en circulation », est conçu généralement dans les termes suivants : « Etat de... ; emprunt de..., divisé en... obligations de..., en exécution du vote de... » ou « Emission de... actions de la Société... pour l'augmentation du capital de la Société votée par l'Assemblée générale du... » ; puis après de sommaires indications sur les conditions de l'émission : « Les souscriptions seront reçues aux guichets de la Société, de la Banque..., de tous agents de change, etc. » ; suivent la description de l'entreprise, la mention des garanties et des chances de réussite qu'elle comporte, enfin les énonciations obligatoires de la notice légale. Celle-ci doit être revê-

observer que l'action des demandeurs n'a pour objet ni de faire prononcer la nullité de l'achat des obligations pour vice du consentement, ni d'obtenir une garantie qui serait due exclusivement par le vendeur : qu'au contraire, se prévalant de leur qualité d'obligataires, ce qui suppose nécessairement la validité de la vente, les demandeurs fondent leur action en dommages-intérêts sur l'article 1382... » Lyon, 6 mars 1912, confirmant Com. Lyon, 18 octobre 1910, Société Lyonnaise de minoterie. *Gaz. Soc.*, 1912, p. 388 et S. 1913 2.129, note Wahl.

tue de la signature des émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs en France ; c'est donc à elle qu'on se reportera si, comme il est fréquent dans les émissions peu importantes ou médiocrement patronnées, le prospectus n'est pas signé (1).

« N'est-il pas évident, a dit alors la jurisprudence, que le public, à la lecture de tels prospectus, ne peut considérer l'émetteur comme un vendeur ? Ils indiquent en grosses lettres que tel Etat ou telle Société procède à l'émission ; c'est donc bien à lui ou à elle, non au banquier désigné pour recevoir l'argent, que les tiers entendent faire un prêt ; c'est également de la Société et à titre de premiers actionnaires qu'ils pensent acquérir les actions qu'elle émet en augmentation de son capital. A quel titre exigeraient-ils plus tard que le banquier se porte garant (2) ? »

Mais cette argumentation à la fois méconnaît le rôle des banques dans les émissions actuelles, et attribue au prospectus une portée qu'il ne peut avoir. En premier lieu on sait aujourd'hui, grâce à une analyse plus précise de leur rôle, que les émetteurs ne sont pas toujours de simples courtiers, que fréquemment le syndicat d'émission ou le banquier isolé souscrit ferme les titres, le placement cons-

(1) Nous verrons que les émetteurs qui, pour esquiver la responsabilité, font signer la notice par les administrateurs de la société, n'échappent pas à la sanction légale.

(2) Cass., 14 août 1878 (Emprunt péruvien), D. 79.1.56 et arrêts précités ; la Cour de Bruxelles a même considéré les émetteurs comme des courtiers quoique les titres remis au public aient porté « Ville d'Ostende, Emprunt de . . . Contracté avec la Banque de Bruxelles et la Banque Centrale anversoise » sous prétexte que le prospectus contenait : « La Ville d'Ostende met en souscription publique un emprunt de . . . La souscription aura lieu à la Banque de Bruxelles et à la Banque centrale anversoise. » Bruxelles, 26 décembre 1900, D. 1901.2.450.

tituant alors, non un acte de commission, mais une revente pour compte propre. Pourquoi en pareil cas ne pas imposer les obligations du vendeur à qui en possède les droits ?

Puis la signification du prospectus est toute différente. Cahier des charges supplémentaire, il indique, nous l'avons vu, les qualités et propriétés du titre émis, mais il ne nous donne aucun renseignement sur la nature du contrat de cession et ne nous dit pas s'il y a là une souscription primitive ou une revente. Les pièces de la publicité, pourrait-on dire, sont le motif de la souscription du tiers, non la cause de son engagement ; ainsi quand une personne achète une valeur de Bourse, elle le fait pour devenir actionnaire ou obligataire de telle société, mais la cause du contrat, indépendante des droits et des obligations que lui conférera sa nouvelle qualité, réside dans la prestation de son vendeur ; de même il est bien évident que le souscripteur n'entend pas faire un prêt au banquier émetteur, et rien ne s'oppose pourtant à ce que ce dernier lui vende le titre (1).

Dans ces conditions, nous n'hésitons pas à admettre que le syndicat émetteur peut dans notre droit être comme dans le droit allemand passible de la responsabilité contractuelle et poursuivi à titre de vendeur.

Seulement il serait exagéré de le traiter en toutes hypo-

(1) Le jugement du tribunal de la Seine du 23 mai 1910 précité constate que, sous prétexte que l'émetteur se donne dans le prospectus comme simple courtier, on ne peut déduire qu'il n'est pas preneur ferme, ni par conséquent revendeur pour son compte : « la situation de la Société redevable en s'effaçant et en disparaissant complètement pour ne laisser en présence que les obligataires et les emprunteurs est de tout point conforme légalement à celle d'un vendeur de créances négociables dans les formes admises pour les valeurs de Bourse, dont la personnalité s'évanouit toujours pour ne laisser en face l'un de l'autre que le porteur du titre de l'obligation cédée et l'emprunteur. »

thèses comme tel ; nous savons que dans certains cas il n'est manifestement qu'un courtier. Reste donc à déterminer de quelle manière les tiers reconnaîtront le caractère de son intervention et d'après quel critérium ils invoqueront à point nommé la responsabilité délictuelle ou la responsabilité contractuelle.

E. — *Dans quels cas faut-il considérer l'émetteur comme un vendeur ?*

En cherchant dans notre chapitre I^{er} comment discerner la nature du contrat entre le syndicat et la société, nous nous étions attaché, non pas à la forme extérieure de ce contrat, mais à son contenu. La même solution s'impose ici.

Par conséquent, nous ne nous appuierons ni sur le mode d'émission adopté, souscription publique à date fixe ou vente progressive en Bourse ou aux guichets de la banque ; ni sur les termes du prospectus dont nous venons de constater la portée réduite.

Nous ne saurions davantage admettre absolument le critérium que propose la doctrine allemande. M. Cosack (*op. cit.*, *loc. cit.*) distingue suivant que le banquier a aliéné les valeurs au nom de la société ou en son propre nom ; dans le premier cas, il serait un mandataire, dans le second, plus fréquent, un vendeur, qu'il ait agi pour son compte ou pour compte de la société : « Part-on du cas ordinaire, dit également M. Laskau (*op. cit.*, p. 49), où la maison d'émission *im eigenem Namen auftritt*, il est à l'égard des preneurs indifférent de savoir le rapport juridique qui l'unit ou l'a unie à la Société : soit qu'il ait agi à titre de vendeur, soit qu'on se trouve en présence d'une commission de vente. » En effet, le commissionnaire qui agit *suo nomine* est en face de l'acquéreur tenu, selon les principes généraux, des mêmes obligations que le vendeur.

Le critérium paraît d'abord très satisfaisant et très logique : on pourrait à bon droit, semble-t-il, présumer que si le banquier a agi en son propre nom, le tiers l'a considéré comme son vendeur et non comme un intermédiaire. Mais quand on veut l'appliquer en pratique, on s'aperçoit qu'il recule la difficulté sans la résoudre. Dans quelles hypothèses, en effet, dirons-nous que l'émetteur a agi *suo nomine* ? Est-ce lorsqu'il aura signé la notice ? Mais « tout émetteur, exposant, metteur en vente et introducteur en France » doit depuis la loi de 1907 apposer son nom sur la notice légale ; il faudrait donc considérer toujours le banquier comme un vendeur ; inversement ce dernier esquivera avec facilité la responsabilité contractuelle en déléguant à un homme de paille la signature dangereuse.

Aussi, ne peut-on, à notre avis, déterminer la nature de la responsabilité encourue à raison du placement que par l'examen du contrat passé par l'émetteur avec la Société ou l'Etat ; dans ce contrat réside en effet la source des obligations de l'émetteur. Le syndicat ou le banquier a-t-il pris l'émission à garantie ou à commission ? Il n'est qu'un courtier passible uniquement de la responsabilité délictuelle. L'a-t-il au contraire prise ferme, il est vendeur, et comme tel responsable vis-à-vis de son acquéreur immédiat des erreurs et des vices viciant le contrat, vis-à-vis de tous les acquéreurs postérieurs des vices cachés de la chose (1).

Il est vrai que le public ignore au moment de la souscription le caractère de la convention passée par l'émetteur avec la société et ne sait si le banquier qui lui procure les titres agit pour son compte ou pour compte d'un tiers (2). Mais il

(1) M. P. Pic (*loc. cit.*) aboutit en somme à une distinction semblable à travers la classification que nous avons critiquée.

(2) Argument invoqué par l'arrêt, déjà plusieurs fois cité, sur les

y a là une ignorance de fait et non une absence de droit. En raison de l'importance qu'acquiert pour le souscripteur l'avenir ou la rentabilité de l'affaire, il néglige momentanément d'élucider la qualité de l'émetteur. Pourtant les éléments du contrat sont réunis et le tiers pourrait déjà l'invoquer s'il lui était avantageux, c'est-à-dire au cas où le syndicat se serait porté acquéreur ou souscripteur ferme pour compte propre. D'ailleurs, si les contre-lettres ne peuvent avoir leur effet qu'entre les parties contractantes (art. 1321 C. civ.), les tiers peuvent les invoquer en tant que l'acte ostensible leur serait défavorable ; refuser au public le bénéfice de la convention passée par l'émetteur avec la société, permettre au banquier vendeur de se présenter comme intermédiaire, serait violer cette règle de droit.

Seulement ce système appelle un correctif. Le public ne sera pas toujours en mesure d'établir la qualité du syndicat introducteur des titres. Rien ne s'oppose alors à ce qu'on tienne compte des signatures mises au bas du prospectus, et à ce que, sans attribuer à celui-ci la valeur d'une preuve définitive, on y recherche des présomptions. Ne peut-on logiquement présumer que le banquier, dont la signature prête au prospectus l'appui de son crédit, est sauf preuve contraire un vendeur ? En pratique, la règle se formulera ainsi :

1° L'émetteur, qui a mis son nom au bas du prospectus, est un vendeur tenu à ce titre de la responsabilité du droit commun. Mais s'il prouve qu'il a agi pour compte de la société et à titre de commissionnaire, il n'est tenu que de ses délits et quasi-délits personnels.

Chemins de fer de Santa Fé : peu importe que le syndicat ait été revendeur, puisque les tiers ont ignoré cette qualité et « qu'un contrat ne saurait intervenir entre les parties à leur insu et contrairement à leur volonté ».

2° Si les administrateurs de la société ont seuls signé le prospectus, ils sont seuls responsables, et uniquement en vertu de l'article 1382 du Code civil. Mais si le banquier émetteur cherche à dissimuler ainsi une réelle collaboration, échappe-t-il à toute responsabilité ? Il encourt certainement, si la preuve de sa participation à la rédaction du prospectus est fournie, la responsabilité délictuelle (Arg. Cass., 18 mars 1891, *Crédit du Nord*, D. 91.4.401) ; l'administration peut en outre le faire condamner à l'amende de 10.000 à 20.000 fr. prévue comme sanction de la loi du 30 janvier 1907, article 3. Enfin, il sera tenu à titre de vendeur si le tiers parvient à prouver que l'émetteur s'est porté acquéreur ferme des titres et qu'il a agi en réalité pour son propre compte.

3° Quant aux banques indiquées pour recevoir les souscriptions (*Zeichnungstellen*), elles ne sont que des intermédiaires responsables au seul cas où elles se seraient personnellement rendues coupables d'un délit ou d'un quasi-délit : il y a par exemple, sans aucun doute, une inaction dolosive permettant aux tiers lésés de se retourner contre elles dans la conduite des banques qui louent leurs guichets et prêtent un patronage apparent à des entreprises auxquelles elles sont en réalité pleinement étrangères.

4° Si le prospectus, comme il est fréquent, n'est pas signé, on ne peut faire peser d'emblée la responsabilité sur les banques indiquées comme occupant les sièges où l'on pourra souscrire. Le tiers lésé devra alors se reporter à la notice légale qui porte obligatoirement le nom des émetteurs.

§ 2. — Responsabilité civile des syndicataires.

La responsabilité dont nous venons de déterminer la nature et l'étendue pèsera-t-elle également sur tous les

membres du syndicat ? On peut en douter en raison du caractère occulte de l'association en participation et de la part inégale prise par les différents associés dans les fautes qui entraînent réparation. Aussi est-il impossible de donner ici encore une réponse unique ; on peut seulement passer rapidement en revue les principales hypothèses pratiques.

En premier lieu les syndicataires frappés d'une sanction pénale le seront très souvent en même temps d'une pénalité civile. De même seront poursuivis ceux d'entre eux qui peuvent passer pour fondateurs (art. 42 loi 1867) et les administrateurs de la société qui, pour lancer les titres de celle-ci, ont créé le syndicat frauduleux ou participé à ses manœuvres coupables.

Mais ceci n'est que l'application normale de la responsabilité incombant aux auteurs directs de la faute. Le plus souvent le banquier chef ou le comité de direction mérite seul cette qualification ; les syndicataires demeurent en effet généralement étrangers à la rédaction du prospectus, source habituelle de la responsabilité. Echappent-ils donc à tout recours si les poursuites dirigées contre le gérant du syndicat restent infructueuses ?

Les principes de l'association en participation nous conduisent à distinguer (comme nous l'avons fait dans notre chapitre premier à propos des rapports des syndicataires avec la société) suivant que l'opération, c'est-à-dire ici le placement est l'œuvre exclusive et personnelle du gérant, émane visiblement des syndicataires, ou révèle indirectement leur association.

I. — *Le gérant opère seul et en son nom le placement (1).*

A-t-il signé le prospectus, il sera présumé vendeur, comme nous l'avons déjà vu, à moins qu'il prouve n'avoir été chargé de l'émission qu'à garantie ou à commission. La notice est-elle revêtue de la signature de plusieurs banquiers (2), ceux-ci sont tenus solidairement, soit pour avoir agi conjointement, s'il s'agit de la responsabilité contractuelle, soit en raison de leur faute commune (art. 55 C. pén.) s'il s'agit de la responsabilité délictuelle (3). Si enfin le gérant s'est dissimulé derrière les administrateurs de la société émettrice, il peut néanmoins, s'il est découvert, être frappé avec ceux-ci d'une responsabilité solidaire.

Mais les syndicaux échappent en principe à tout recours ; que si pourtant le demandeur prouve à la charge de quelques-uns d'entre eux une faute personnelle, ils ne pourront être considérés comme vendeurs, mais seront seulement passibles de l'article 1382, la solidarité n'existant entre eux qu'en cas de communauté de faute.

II. — *Chaque syndicaux opère le placement en son propre nom.*

C'est là le mode le plus fréquent d'opérer ; le gérant signe

(1) Par gérant du syndicat, nous entendons ici celui qui apparaît au public comme introducteur des titres, signe le prospectus et reçoit les souscriptions. Rien n'empêche que le véritable gérant reste dissimulé, particulièrement si la direction appartient à un comité.

(2) Ainsi les prospectus des affaires lancées par le « Consortium des grands établissements de Crédit » sont ordinairement signés de la Banque de Paris et des Pays-Bas, d'une ou deux des grosses banques et des fondateurs.

(3) En Belgique l'article 108 de la loi du 18 mai 1873 les déclare expressément solidaires à titre d'associés momentanés.

le prospectus et chaque associé s'efforce d'écouler la plus grande quantité possible de papier dans sa clientèle.

Mais, l'existence du syndicat n'est pas révélée aux tiers ; ils ignorent que le banquier touche, outre la commission usuelle dans toutes les opérations de banque, un bénéfice syndical. Or le caractère occulte de la participation ne s'oppose pas à ce que chaque adhérent effectue individuellement une fraction des opérations sociales, pourvu que le lien qui les unit n'apparaisse pas à la lumière. D'ailleurs, les syndicataires peuvent placer un nombre de titres supérieur à leur part syndicale, ce qui prouve qu'ils agissent comme le ferait tout banquier non syndiqué ; ils sont assimilables aux guichets des banques non adhérentes, aux « *Zeichnungstellen* » indiquées au prospectus.

Ici encore le gérant est, par conséquent, seul responsable (1). Peu importe même que le public ait, d'autre part, appris l'existence du syndicat. En effet la clandestinité de la participation ne comporte pas, nous le savons, l'ignorance de l'association par les tiers, mais seulement l'interdiction pour les participants d'agir collectivement, ou sous une raison sociale, ou de toute manière susceptible de laisser croire à leur engagement personnel.

III. — *Mais si le syndicat a été utilisé comme moyen d'influencer la clientèle, ses membres seront-ils responsables ?*

Il arrive parfois, en effet, que le placeur invoque pour peser sur la détermination du public le patronage du syndicat ; non que le prospectus ou la notice mentionne l'existence de celui-ci, mais les articles de journaux ou les circulaires soi-disant confidentielles, ou les lettres personnelles

(1) Cf. Paris, 28 avril 1887, D. 88.2.105.

échangées par les banquiers avec leurs clients indiquent négligemment qu'un grand nombre d'établissements puissants, qu'ils citent, soutiennent l'opération, ou insistent avec complaisance sur la sécurité d'une affaire que garantit un syndicat formé sous les auspices de telle maison. Si plus tard le tiers souscripteur disposait d'une action en responsabilité contractuelle ou délictuelle à raison des inexactitudes du prospectus ou de toute autre cause, ne pourrait-il poursuivre directement et solidairement tous les syndicaux ?

Les principes généraux de la participation nous dicteront la réponse. En principe les associés en participation sont engagés solidairement si le gérant a reçu le mandat d'agir en leur nom. A-t-il au contraire stipulé sans mandat *ad hoc* « pour compte de la participation » ou « pour son compte personnel et pour compte des coparticipants », la doctrine est divisée. Quelques auteurs déclarent ceux-ci responsables sans solidarité dans la mesure de leur enrichissement, conformément à l'article 1864 du Code civil (1) ; mais un arrêt a justement remarqué que, dépassant ses pouvoirs, le gérant ne pouvait agir au nom de la société, et la majorité des auteurs reconnaît que les tiers trompés n'ont d'autre ressource qu'un recours en dommages-intérêts contre lui (2). Néanmoins, si l'on admet cette seconde solution qui nous semble la plus équitable, c'est au participant à faire la preuve de l'abus de pouvoir commis par le gérant, car les tiers sont fondés à considérer comme leurs débiteurs tous les participants qui leur sont révélés.

(1) Pont, *Sociétés*, n° 1852 ; Dall., *Rép.*, V° *Société*, n° 1666.

(2) Paris, 28 juillet 1884 et sur pourvoi : Cass., 22 février 1886, D. 86.1.404 ; Poulle, *op. cit.*, n° 257 ; Fuzier-Hermann, *Rép.*, V° *Soc. en partic.*, n° 322 ; De Pelsmacker, *op. cit.*, n° 96.

Appliquons ces règles à notre matière : en principe tous les syndicaux seront directement et solidairement responsables, lorsque le placeur a agi au nom ou pour compte du syndicat, à moins qu'ils ne prouvent de son chef un dépassement de pouvoir.

Est il besoin d'ajouter que cette preuve est le plus souvent impossible en fait ? Les syndicaux n'ont pas sans doute chargé le placeur d'opérer en leur nom ; mais en lui confiant le soin de réaliser l'introduction au mieux de leurs intérêts, ils l'autorisaient implicitement à utiliser leur propre crédit s'il jugeait nécessaire d'en renforcer le sien. Et qu'on n'objecte pas que les participants n'ont pu donner le mandat de commettre un délit ou un quasi-délit ; il ne s'agit ici que de savoir si le placeur a pu valablement agir au nom des syndicaux ; dans l'affirmative, ceux-ci sont responsables comme tous mandants des fautes de leurs mandataires (art. 1384 C. civ.), et cela solidairement (art. 55 C. pén.). Les deux seules preuves capables de détruire la présomption semblent être une réserve expresse insérée dans l'acte syndical et interdisant au placeur d'invoquer le nom de ses associés, ou une note rectificative déclarant que les personnalités signalées comme patronnant l'émission lui sont parfaitement étrangères et déclinent toute responsabilité ; réserve et rectification qui sont pratiquement bien invraisemblables. « Nous ne conseillons donc pas au banquier placeur des titres compris dans son lot, dit M. Thaller (1), de se targuer du syndicat dont il dépend vis-à-vis de ses clients, d'invoquer le patronage du syndicat afin de lever les scrupules ou les hésitations de cette clientèle ;... les parties lésées feraient endosser au

1. Thaller, *Syndicats*, p. 30.

groupe tout entier l'expiation des manœuvres exercées par un seul, celui-ci ayant découvert par hypothèse ses confrères. »

Néanmoins la situation des syndicaux est en fait beaucoup moins grave.

D'abord si l'un des syndicaux, non gérant, mais prenant part au placement, révèle à un client l'existence du syndicat dans une lettre personnelle ou une conversation particulière, il est difficile de voir là une violation du secret du syndicat suffisante pour entraîner la responsabilité solidaire de ses membres, outre celle du banquier qui en est coupable ; l'indiscrétion ne peut avoir d'effets collectifs que si elle résulte de mesures de publicité collectives telles qu'annonces, articles, circulaires, et aussi, nous semble-t-il, que si elle émane du gérant ou de l'introducteur chef.

Surtout il faut que l'existence du groupement syndical ait été dans la formation de la conviction du tiers un élément déterminant : or les indications données aux tiers sur le syndicat sont le plus souvent trop vagues pour qu'on leur attribue cette portée. Ainsi il ne suffirait pas d'un avertissement de ce genre : « Il a été formé un syndicat de garantie qui lèvera les titres non placés », sa composition restant anonyme. Point n'est besoin en effet d'être très versé dans les questions financières pour savoir que la presque totalité des émissions présuppose de nos jours l'aide d'un syndicat ; si donc le souscripteur a subi une pression, ce n'est pas parce qu'il en connaissait l'existence, mais parce qu'il avait foi dans le crédit de certains syndicaux. Ceux-là seuls seront solidairement responsables dont les noms mis en vedette ont exercé une telle influence. D'ailleurs la difficulté que présenterait la recherche de tous les membres du syndicat si le gérant refusait de les faire connaître enlèverait toute portée pratique à la solution contraire.

On voit que l'exercice d'une action en responsabilité contre les syndicalitaires demande un ensemble de circonstances assez rarement présentes et un faisceau de preuves assez difficile à réunir. Le problème revient en somme à interpréter dans quelles limites doit être respectée la clandestinité de la participation ; les juges disposeront d'un large pouvoir d'appréciation pour les écarter ou les rapprocher selon que l'équité et, il faut bien le reconnaître, l'opinion publique le commande. Tel fait qui aujourd'hui ne constituerait pas une violation du secret syndical serait dans une période de crise la source de graves responsabilités. Aussi les banques qui patronnent les émissions, principalement celles qui placées à la tête d'un groupe utilisent son crédit, ne doivent-elles pas oublier cette arme qui pourrait éventuellement leur porter des coups sensibles.

TITRE III

LES SYNDICATS D'ÉMISSION ET LA RÉGLEMENTATION LÉGALE

SOMMAIRE. — *Limites de l'intervention législative.* — Il ne s'agit ni de changer le type de l'association en participation, ni de prohiber les syndicats, mais de prendre certaines précautions contre leurs manœuvres.

Section I. — *Mesures contre l'agiotage.* — I. Contre les ventes à l'émission. — II. Contre la spéculation des fondateurs de sociétés nouvelles. — III. Contre les manœuvres de Bourse des syndicats.

Section II. — *Mesures destinées à protéger contre les syndicats le capital des sociétés.* — I. Mesures diverses. — II. Prime d'émission. — III. Le système anglais de la publication de la commission syndicale ; est-il applicable en France ?

Section III. — *Organisation d'une publicité et de la responsabilité des émetteurs.* — I. La tendance législative actuelle et les vœux du Congrès des sociétés de Bruxelles (1910). — II. Les conditions que devrait remplir la publicité : 1° Quant aux renseignements fournis (renseignements concrets, loi anglaise et allemande) ; 2° Quant à la responsabilité organisée : étude du système allemand.

Conclusion. — Le projet de loi du gouvernement (1912) ou projet Klotz. — Critique : il n'organise aucune responsabilité sérieuse justifiant les frais qu'il entraîne. Les caractères d'une publicité efficace. Le syndicat garantissant la solvabilité des émetteurs.

L'organisme des syndicats d'émission s'est, nous l'avons vu, formé et développé en dehors de la loi. L'heure n'est-elle pas venue de le réglementer légalement ? Problème qui forme la conclusion naturelle de cette étude et dont l'actualité est pressante, puisque tout récemment le Congrès

international des sociétés tenu à Bruxelles en 1910 mettait à son ordre du jour la question suivante : *De la prévention et de la répression des abus et des fraudes auxquels donnent lieu les opérations des syndicats de placement de titres.*

La portée de l'intervention législative est d'ailleurs, comme le prouve l'énoncé même de cette question, strictement limitée. Il n'est pas question de modifier la structure juridique du syndicat d'émission, c'est-à-dire de briser ou d'élargir le cadre de l'association en participation dans lequel il s'est inséré tant bien que mal pour éviter de heurter des prohibitions légales. Sans doute à l'étranger existent certains types de sociétés dont les principes assurent au syndicat une organisation toujours identique et permettent de déterminer *a priori* la part de responsabilité de ses divers membres. Ainsi la loi belge du 18 mai 1873 organise dans son article 108 (aujourd'hui art. 130 loi coordonnée du 25 mai 1913) l'association momentanée qui a pour objet de traiter sous une raison sociale une ou plusieurs opérations de commerce déterminées, et dont les associés sont tenus solidairement envers les tiers ; de même, sous le nouveau Code de commerce allemand de 1897, le gérant de la société civile que constitue le syndicat engage tous les associés et le capital social quand il agit dans la limite de ses pouvoirs.

Mais notre association en participation, si elle est inorganique et abandonnée aux conventions des parties, possède en revanche une grande souplesse. Les multiples formes de syndicats que nous avons rencontrées s'y ordonnent sans trop de difficultés et il serait bien imprudent et inutile, après l'adaptation du contenu au contenant, de modifier celui-ci sous prétexte qu'il ne réunit pas certaines propriétés d'importance en somme secondaire (1).

(1) La proposition de loi sur l'association en participation déposée

Il ne s'agit pas davantage de proscrire les syndicats d'émission ; M. Percerou (*op. cit.*, p. 228) préconisait une pareille loi d'exception à laquelle le gouvernement avait, paraît-il, songé en 1880 (1). Mais nous avons vu que le syndicat est un organisme d'une réelle utilité économique et la mesure proposée dépasserait tellement le but à atteindre qu'il est inutile de l'envisager plus longtemps.

Ce qu'on poursuit, c'est non le syndicat dans son existence, mais les manœuvres qu'il emploie pour opérer le placement et les fraudes qu'il dissimule. Nous ne sommes pas en présence d'un problème tout entier nouveau, mais d'une des faces, la plus moderne il est vrai, de la lutte entreprise par le législateur contre les écumeurs de l'épargne publique, particulièrement contre les fondateurs malhonnêtes et les émetteurs de valeurs de pacotille. Il nous faut extraire des innombrables propositions de réformes relatives aux sociétés et des mesures déjà prises à l'étranger contre de pareils agissements celles qui peuvent atteindre précisément les syndicats, afin d'en examiner la portée et l'efficacité éventuelle.

Nous diviserons le problème en trois rubriques :

- 1° Les mesures contre l'agiotage ;
- 2° Les mesures prises pour assurer aux sociétés l'intégralité de leur capital ;
- 3° Les mesures de publicité.

au Sénat en 1908 par M. Pouille se contente de codifier les solutions données par la jurisprudence : cf. Jobit, *op. cit.*, p. 197 s.

(1) « Le gouvernement, dit M. Thaller (*Rev. crit.*, 1881, p. 521), recula lui-même devant le caractère draconien des réformes qu'il allait proposer. »

SECTION I. — Mesures contre l'agiotage.

Les mesures prises contre l'agiotage dont le syndicat se rend coupable au détriment de la société et du public visent trois catégories de manœuvres : I) soit que le syndicat spéculé sur les actions avant la constitution de la société ; II) soit que la formation de celle-ci constitue elle-même une spéculation en ce sens que les fondateurs, sans se soucier si l'entreprise est viable, cherchent seulement à créer une matière d'agiotage dont ils se déferont au plus vite ; III) soit enfin que le syndicat, sous couleur de rachats de soutien, joue à la hausse et à la baisse et altère les cours.

I. — La spéculation sur les actions d'une société non encore constituée est prohibée par l'article 2 de la loi de 1867. Nous avons déjà vu (Cf. p. 207) que ce texte interdit seulement la négociation en Bourse et en Banque, non la vente directe entre parties. Il y a là une lacune que l'article 40 de la loi belge de 1873 (aujourd'hui art. 46 loi du 25 mai 1913) et l'article 437 du Code de commerce italien comblent en rejetant toute cession d'actions sous quelque forme qu'elle se produise et encore que faite sous la clause « pour valoir à l'époque de la constitution de la société ». Ces dispositions n'invalident que rarement les syndicats ; mais elles permettent d'atteindre les ventes sous le manteau qu'ils opèrent pour préparer le marché. Notre jurisprudence, en présence de la validité des contrats sur choses futures (art. 1130 C. civ.), doit tolérer ces « ventes à l'émission » (1) ; il serait à souhaiter qu'un texte vint à son aide et, plus large encore que les lois belges et italien-

(1) Sur ces fraudes, cf. Vivante, dans la *Riv. di dir. comm.*, 1905, p. 162 et 235.

nes, s'appliquât aussi bien aux obligations qu'aux actions et aux augmentations de capital qu'à la formation du capital primitif.

II. — Nous avons noté combien il est regrettable de voir les financiers transformer des sociétés privées près de la faillite en sociétés anonymes ou fonder des sociétés nouvelles non viables dans l'espoir qu'ils pourront en écouler les titres et passer la main avant la baisse inévitable. On a proposé alors d'empêcher les premiers actionnaires de se désintéresser trop vite de l'entreprise qu'ils ont créée en rendant les actions indisponibles entre leurs mains. A l'imitation de la loi de 1893 qui interdit la négociation des actions d'apports pendant deux ans après la constitution de la société, tous les titres émis autrement que contre espèces (1) ou les actions des sociétés constituées sans souscription publique (2) ne pourraient être négociées (mais elles resteraient cessibles) pendant deux ans après la constitution, ou bien avant la publication des deux premiers bilans annuels.

Mais ce système a eu peu de succès ; le projet de loi du 4 juillet 1903 disait seulement : « Les dispositions relatives aux actions d'apport s'appliquent à tous titres créés sous quelque nom que ce soit en représentation d'apports en nature ou en rémunération de services au profit des fondateurs et d'autres personnes » ; le projet belge du 16 juin 1905 est également muet (3) ; il en est de même de la loi

(1) Percerou, *op. cit.*, p. 231 ; R. Nouel, *Les Sociétés par actions, La Réforme*, Paris, 1911, p. 273.

(2) M. Colin, *Des mesures à prendre pour défendre l'épargne*, Paris, 1911, p. 19.

(3) Cf. L. Anspach, *Comment. du projet de loi de 1905*, Bruxelles, 1911.

norvégienne du 19 juillet 1910, alors que l'avant-projet de 1894 frappait d'inaliénabilité pendant deux ans toutes les actions appartenant aux fondateurs (1). Et nous ne regrettons pas l'échec de cette mesure, car elle empêcherait bien souvent, à notre avis, les banquiers de prêter appui aux entreprises nouvelles ; aucune banque ne voudrait, si l'affaire est aléatoire, courir le risque d'immobiliser son capital. M. Percerou répond que le syndicat, au lieu de se porter preneur ferme, se portera simple commissionnaire et qu'ainsi les banquiers pourront « financer » la société sans y demeurer attachés ; mais il oublie que si l'émission échoue, la clause de garantie leur jettera sur les bras un stock de titres non négociables. Personne dans ces conditions ne voudra faire partie de tels syndicats : « Les groupes et les banques, dit avec raison M. Wauwermans (*op. cit.*, p. 66), sont des organismes d'action. Ils ne peuvent vivre qu'à la faveur de la circulation active des capitaux dont ils disposent ; il est impossible de les bloquer. Une entreprise — la meilleure soit-elle — ne trouvera point d'associé si ses titres constituent du plomb. »

III. — L'altération des cours peut être réprimée soit par des mesures prévoyant spécialement les rachats, soit par des mesures de portée générale contre la spéculation. Nous avons déjà signalé les précautions prises à l'étranger sous forme de sanction pénale ou de sanction civile contre les rachats opérés par la société dissimulée derrière un syndicat fictif. Elles seraient en tous cas inutiles si la jurisprudence disposait d'un texte lui permettant de punir tout agiotage. A cet effet, M. Jacquand (2)

(1) Projet du 3 mai 1894, *Ann. dr. comm.*, 1895, p. 228 ; R. Depuichault, *Loi sur les soc. anon. du 19 juillet 1910*, Paris, 1912.

(2) Jacquand, *Examen critique du projet de loi sur les soc.*, Paris, 1886, p. 110.

proposait d'étendre l'article 419 du Code pénal aux actions et obligations ; on pourrait ajouter dans cet article les mots « titres négociables » aux « denrées, marchandises, papiers et effets publics », comme le fait l'article 293 du Code pénal italien, ou bien, comme l'article 132 *bis* du projet belge sur les sociétés, insérer dans l'article 15 de la loi de 1867 un alinéa supplémentaire punissant « ceux qui par des moyens frauduleux quelconques ont opéré ou tenté d'opérer la hausse ou la baisse du prix des actions, des obligations ou des autres titres de sociétés ». Une adjonction de cette nature ne serait pas inutile (1) ; mais nous savons que, en combinant l'article 403 du Code pénal et l'article 15 de la loi de 1867, les tribunaux peuvent déjà réprimer très largement la pression frauduleuse exercée par le syndicat sur les cours ; la retenue, d'ailleurs explicable, dont ils font preuve dans l'application des peines existantes ne disparaîtrait pas en présence d'un nouveau texte.

SECTION II. — Mesures destinées à protéger contre les syndicats le capital des sociétés.

I. — Les fraudes qui se commettent pendant la période constitutive des sociétés à l'abri des syndicats sont difficiles à éviter parce que les syndicataires forment eux-mêmes la société et sont maîtres chez eux. Contre le versement fictif du quart légal que certains syndicats émetteurs empruntent

(1) Une réforme de ce genre a été réalisée en Allemagne. La nouvelle de 1884 vint ajouter à l'article 249 du Code pénal une pénalité de prison et d'amende contre « quiconque dans un but dolosif de

la veille pour le restituer le lendemain au prêteur, on propose (1) le dépôt des fonds dans une banque ou un établissement public et le versement immédiat, non du quart, mais de la moitié du montant des titres. Pour éviter la majoration des apports, on préconise une publicité très détaillée, ou l'examen de leur valeur par des experts choisis dans une corporation de comptables officiellement organisée, ou la création d'actions d'apports d'une nature spéciale.

II. — Mais la commission du syndicat n'est pas toujours prélevée sur le montant nominal des actions ; en cas d'augmentation du capital principalement, elle est perçue sur la prime d'émission, et nous savons qu'elle échappe alors le plus souvent à la vérification de l'assemblée des actionnaires. Aussi le Code de commerce allemand prévoit que la prime d'émission, dont la perception n'est possible que si les statuts autorisent les émissions au-dessus du pair (art. 184 al. 2), devra être versée au fonds de réserve après paiement des différents frais (art. 262 al. 2). Il en est de même de la loi norvégienne de 1910, dont l'article 20 déclare que « si les actions sont souscrites au-dessus du pair, le produit de la prime servira à couvrir les frais de formation de la société ou les frais d'émission d'actions nouvelles. L'excédent éventuel sera affecté au fonds de réserve ».

tromperie emploie des moyens calculés pour agir sur le cours des actions » ; l'article 75 de la loi des Bourses de 1896 aggrava les peines et les étendit aux moyens employés « pour influencer sur le prix de Bourse ou de marché des marchandises et valeurs mobilières » ; il forme aujourd'hui l'article 88 de la loi de 1908 ; cf. Von Hermann, *Die Art. 88-93 des Börsengesetzes v. 8 mai 1908*, th. Heidelberg, 1910, p. 6 s.

(1) Rep, *op. cit.*, p. 93 ; Colin, *op. cit.*, p. 28 s. ; Nouel, *op. cit.*, p. 215 s.

Une mesure de ce genre, en assimilant le bénéfice syndical perçu sur la prime à celui perçu sur le capital nominal aurait l'heureux effet de le soumettre à l'approbation de l'assemblée des souscripteurs (1).

III. — Mais elle resterait encore inefficace si le syndicat se portait souscripteur ferme et formait entre ses propres membres l'assemblée de vérification. Aussi les Anglais ont-ils été encore plus loin ; pensant que les commissions prélevées par les syndicats d'émission seraient moins exagérées si les souscripteurs étaient avertis de leur montant, ils en ont exigé la publication exacte dans le prospectus (2).

La loi anglaise du 8 août 1900 reconnaissait la validité, auparavant très discutée, du paiement d'une commission, même perçue sur le capital, aux intermédiaires, pourvu qu'il y ait offre des actions au public, que les statuts indiquent le montant de la commission, qu'elle ne dépasse pas le pourcentage indiqué et qu'elle soit mentionnée au prospectus (art. 10). Mais cette loi avait eu pour effet de multiplier les sociétés se fondant sans souscription publique parce que les avantages réservés aux syndicats n'y étaient pas soumis à publicité, même au cas où ces sociétés faisaient ensuite appel au public.

Aussi le Companies Act de 1907, dans l'article devenu la section 89 de la loi de codification du 21 décembre 1910,

(1) M. Jacquand, *op. et loc. cit.*, propose d'ajouter à l'article 13 de la loi de 1867 l'alinéa suivant : « L'article 419 du Code pénal est applicable aux syndicats financiers et aux émissions d'actions avec prime, à moins que celle-ci ne soit acquise à la société et destinée à former un compte de réserve extraordinaire indépendant de la réserve légale et qui ne pourra se répartir qu'au moment de la liquidation. » Le Congrès des Sociétés de 1884 avait voté un vœu de cette nature.

(2) Cf. Palmer, *op. cit.*, ch. 34 ; Gore Brown, *op. cit.*, p. 115 s.

impose-t-il la même mesure à toutes les sociétés par actions (1), sauf au type exceptionnel des *Private companies* qui doivent ne jamais faire appel au public et comprendre cinquante membres au maximum (Sect. 121 loi 1908).

(1) Section 89 : 1° Une société aura le droit de payer une commission à toute personne qui aura souscrit ou qui se sera engagée à souscrire soit formellement, soit conditionnellement, toutes actions de la société ou qui a procuré ou qui s'est engagée à procurer des souscriptions, soit formellement, soit conditionnellement, de toutes les actions de la société, si le paiement de la commission est autorisé par les statuts, si la commission ainsi payée ou convenue d'être payée ne dépasse pas le taux ainsi autorisé et si le montant ou le pourcentage de la commission payée ou convenue d'être payée :

a) Dans le cas d'actions offertes au public en souscription, ont été indiqués dans le prospectus.

b) Dans le cas d'actions qui ne sont pas offertes en souscription, si le montant ou le pourcentage ci-dessus indiqués ont été indiqués dans la déclaration tenant lieu de prospectus ou dans une déclaration suivant la forme requise signée de la même façon que la déclaration tenant lieu de prospectus et déposée au greffier des sociétés ; et lorsqu'on publie une circulaire ou une notice qui n'est pas un prospectus, pour une émission publique d'actions, si le montant ou le pourcentage ont été aussi indiqués dans la circulaire ou la notice.

2° Sous réserve de ce qui a été dit ci-dessus, aucune société ne pourra employer ses actions ou son capital-espèces, soit directement, soit indirectement pour payer toute commission, escompte ou allocation à toute personne qui aura souscrit ou qui se sera engagée à souscrire, soit à titre absolu ou conditionnel des actes de la société ou qui a procuré ou qui s'est engagée à procurer des souscriptions soit absolues, soit conditionnelles à des actions de la société ; et cela, que les actions ou le capital soient employés en les ajoutant au prix d'achat de tous les biens acquis par la société ou au prix du contrat de tous travaux à exécuter pour la société, ou que, au contraire, la somme soit payée sur le montant nominal du prix d'achat ou du prix du contrat ou de toute autre façon.

3° Aucune disposition de cet article ne restreint la faculté de toute société de payer tel courtage qu'elle a eu jusqu'à présent légalement le droit de payer, et un vendeur ou promoteur ou toute autre personne qui recevra un paiement en espèces ou actions de la société

L'obligation de publier la commission s'appliquera aussi bien aux syndicats de prise ferme (personnes qui auront souscrit), qu'aux syndicats de garantie (personnes qui seront conditionnellement engagées à souscrire); la publication sera faite dans le prospectus (1) (en cas de souscription publique) ou dans la déclaration en tenant lieu (en cas de constitution entre les fondateurs) imposés à toute société avant la première répartition de ses actions et le commencement des affaires sociales (Sect. 87). Aucun avantage ne pourra être réservé aux banquiers en dehors de ceux ainsi révélés au public; spécialement la sous-section 2 interdit la manœuvre jusque-là fréquente, qui consistait à attribuer en paiement aux vendeurs ou aux entrepreneurs un stock d'actions supérieur à leur créance et dont ils ristournaient une fraction au syndicat; mais la convention par laquelle ce dernier se réserve une option n'est pas interdite par le texte (Hilder c. Dexter, *Appeal Cases*, 1902, n° 474). Enfin, la sous-section 3 vient maintenir l'état de choses antérieur à la loi de 1900: avant que celle-ci ait reconnu la légalité de la commission, la jurisprudence au-

aura et sera toujours considéré comme ayant le pouvoir d'appliquer tout ou partie des sommes ou actions ainsi reçues en paiement de toute commission dont le paiement, s'il avait été effectué directement par la société, aurait été valable aux termes de cet article.

La section 90 exige la mention des commissions ainsi payées dans les bilans de la société jusqu'à leur amortissement intégral.

(1) Sect. 81: Le prospectus doit indiquer: ... *h*) la somme s'il y en a, payée dans les deux années précédentes ou payable à titre de commission pour souscription ou engagement de souscrire, ou pour procurer ou s'engager à procurer des souscriptions pour des actions ou obligations de la société ou le taux de la dite commission. Toutefois il n'est pas nécessaire d'indiquer la commission payable aux sub-underwriters.

torisait déjà les sociétés à payer des commissions ou « broc-kerage » raisonnables, à savoir 2 1/2 0/0, sans les publier : la loi nouvelle n'y change rien.

La commission payée aux sous-syndicataires n'a pas à être publiée (sect. 81 h.).

L'introduction de pareilles dispositions serait-elle possible en France ? Il est permis d'en douter, en raison de la différence des mœurs financières anglaises et françaises. En Angleterre, nous l'avons déjà dit, l'*underwriting* est une opération qui se pratique en plein jour ; le public ne manifeste à son égard aucune défiance ; on comprend alors qu'on puisse exiger la publication du bénéfice des *underwriters*. En France, le mécanisme des émissions fonctionne moins ouvertement, et l'éducation actuelle du capitaliste français rendrait dangereuse l'annonce officielle du bénéfice syndical. En effet, le syndicat ne touche pas, comme les *underwriters*, une somme fixée à forfait ; il prend les actions à un certain taux et son bénéfice dépendra du cours ou des cours auxquels il pourra successivement les écouler ; le prospectus ne pourrait donc indiquer que le prix auquel le syndicat prend l'émission ; mais le public protesterait alors contre la majoration des cours et taxerait le syndicat d'agioteur.

Aussi n'est-ce pas de ce côté que penchent les différentes mesures de publicité qui, dans ces dernières années, ont été prises ou mises à l'étude en France et à l'étranger, et dont l'examen fera l'objet de notre troisième section.

SECTION III. — Organisation d'une publicité et de la responsabilité des émetteurs.

I. — Il semble qu'aujourd'hui la réglementation des formalités constitutives des sociétés soit considérée comme

assez sévère. Sans doute une récente proposition de loi demande encore l'enregistrement préalable des sociétés (1), dont la garantie a paru suffisante à la loi norvégienne de 1910 (art. 14). Mais les procédés actuels de lancement des affaires rendent douteuse l'efficacité de telles mesures ; les sociétés se constituent à huis clos, et il est presque impossible de pénétrer les manœuvres dissimulées par les syndicats des fondateurs et des banquiers. Aussi l'intervention de la loi tend-elle à se placer à une époque postérieure, à savoir au moment où le syndicat de placement s'efforce, après un temps de recueillement et de préparation, d'écouler les titres sur le marché ; faute de pouvoir empêcher les fraudes, on organisera autour des émissions une large publicité permettant à l'épargne de se rendre compte de la valeur réelle des titres qu'on lui offre et sanctionnée par une sérieuse responsabilité.

Ce courant est particulièrement manifeste dans le projet belge qui, laissant à peu près de côté la constitution de la société, s'occupe surtout de la « vente d'actions par souscription publique » (2) ; en France, quoique moins apparent, il s'est traduit par l'établissement d'une notice d'émission, et la proposition de création d'un office national des sociétés (3) ; si bien qu'au Congrès des Sociétés de 1910, discutant les mesures à prendre contre les abus et les fraudes des syndicats de placement, la plupart des délégués se prononcèrent en faveur d'un système de publicité détaillée

(1) Proposition de M. Bender, 1^{er} mars 1912, *R. S.*, 1912, p. 306.

(2) Cf. Anspach, *op. cit.*, p. 12 et 69.

(3) Proposition de M. Géo-Gérald, 17 février 1913, *R. S.*, 1913, p. 236 ; cf. aussi Nouel, *op. cit.*, p. 287 s., et *R. S.*, 1912, p. 78.

analogue à ceux dont M. Lehmann pour l'Allemagne et M. Gore-Brown pour l'Angleterre, vantaient l'efficacité (1). Finalement le Congrès vota les conclusions suivantes, très imprécises, dans sa séance du 22 décembre 1910 :

« 1^o En matière d'émission de titres tout comme pour la constitution de la société elle-même, proclamation primordiale du principe de liberté et répudiation de la tutelle administrative.

« 2^o Répudiation également de tout système de surveillance ou de contrôle de cette liberté ;

« 3^o Simple réglementation de son exercice, cette réglementation ayant à s'opérer par deux catégories de mesures :

« a) Les unes préventives, concrétisées dans une obligation préalable pour les émetteurs de rédiger, de signer et de publier un document écrit — prospectus, notice ou tout autre acte de ce genre — garanti sincère tant contre les omissions, que contre les inexactitudes, par l'énumération légale d'un certain nombre minimum de mentions obligatoires ;

« b) Les autres mesures d'ordre répressif et destinées à assurer la réparation de la violation éventuelle des prescriptions impératives précédentes, savoir : d'une part les sanctions civiles infligeant aux émetteurs la responsabilité de l'existence comme de la sincérité des énonciations exigées du prospectus ou de la notice, d'autre part, des sanctions pénales, les menaçant des foudres de la défense sociale soit en extension des dispositions légales relatives à l'escroquerie, soit en élaboration de textes nouveaux érectifs d'un délit spécial (2). »

(1) Cf. Comptes rendus des séances dans les documents du Congrès, *op. cit.*, p. 404 s.

(2) Le Congrès des Sociétés de 1900 avait déjà voté, sur la proposi-

II. — La loi du 30 janvier 1907 a déjà, dans son article 3, prescrit en France la publication d'une notice au Bulletin annexe du *Journal officiel* (ou plutôt depuis le décret du 3 février 1912 au Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières) chaque fois que des valeurs mobilières autres que des fonds publics sortaient des mains du syndicat pour entrer sur le marché. Mais nous avons vu que cette loi n'attachait aux inexactitudes du prospectus aucune sanction dépassant le droit commun ; d'autre part, les mentions qu'elle exige sont notoirement insuffisantes et pour la plus grande part purement formelles (1). Si l'on impose aux sociétés financières la dépense assez considérable d'une publicité supplémentaire, encore faut-il que celle-ci présente une utilité réelle :

1° *Quant aux renseignements qu'elle fournit.*

Au point de vue de la responsabilité des émetteurs, disions-nous la notice obligatoire n'a qu'une faible importance, car ce n'est pas d'après ses indications que se forme la conviction du souscripteur ; c'est dans le prospectus que le banquier décrit et présente l'affaire et le public se décide sur les indications qu'il contient. Il faudrait alors à notre avis opérer une interversion des rôles, de manière à posséder dans la notice un exposé détaillé du passé et de l'avenir de l'affaire ; dès qu'on aura créé un office central des sociétés, la plupart des renseignements relatifs à l'accomplissement des formalités légales feront double em-

tion de M. Thaller, une résolution analogue quoique moins complète : cf. *Comptes rendus sténogr.*, p. 91.

(1) Critique de la loi de 1907, dans Nouel, *op. cit.*, p. 165 s. ; Thaller, *Syndicats*, p. 37 s.

ploi dans la notice ; mais la mention de renseignements de fait lui rendraient une utilité nouvelle (1).

Le problème est à la vérité complexe en raison de la variété des affaires émises.

La loi allemande de 1908 (art. 38 et 45) l'a résolu en exigeant la publication des données essentielles pour apprécier les titres offerts. Mais une disposition aussi large ne pourrait nous suffire, car nous ne possédons pas l'équivalent du bureau d'admission (*Zulassungsstelle*) qui, en Allemagne, exerce sur le prospectus un contrôle préalable. Il faudrait un texte plus explicite, imposant des mentions qui donnent de l'affaire non pas seulement les cadres officiels, mais le contenu, la matière vivante. Ne pourrait-on par exemple, à l'imitation de la section 81 de la loi anglaise de 1908, publier des renseignements détaillés sur les différents contrats passés par la société avec les vendeurs et les entrepreneurs ? Puis étant admise l'impossibilité de dévoiler, comme le fait cette loi, la commission du syndicat, indiquer explicitement le détail des frais de constitution et, dans une certaine mesure, d'émission, les sommes qui ont été payées ou doivent être payées aux fondateurs et pour quels motifs. Enfin imposer des précisions sur les lanceurs de l'affaire, afin d'assurer ce contrôle des personnes qui a été bien souvent réclamé (2).

Ainsi comprise la notice dispenserait les émetteurs de rédiger un prospectus différent et constituerait la principale mesure de publicité. Il est à croire que dans ces conditions

(1) Dans le même sens, Léouzon Le Duc, *Réforme de la législation des sociétés par actions*, *Rev. polit. et parl.*, août 1909, p. 270.

(2) Cf. Cellérier, *Etude sur les sociétés anonymes*, Paris, 1905, p. 282 ; Manchez, *Temps*, 18 novembre 1912.

la jurisprudence française y verrait, comme les tribunaux allemands, « une pièce essentielle du contrat de placement », et en déduirait la responsabilité contractuelle du syndicat, avec tous les avantages que comporte cette dernière.

2° Quant à la responsabilité qu'elle entraîne.

La jurisprudence a, nous l'avons vu, tiré de l'article 1382 du Code civil un système de répression assez complet pour ce qui concerne les déclarations erronées des émetteurs ; avec la responsabilité contractuelle, qu'elle pourrait à notre avis admettre dès maintenant, et qu'en tous cas elle appliquerait, nous le croyons, si le prospectus était organisé comme nous le disions tout à l'heure, elle atteindrait les réticences dont se rend coupable le syndicat de prise ferme qui vend les titres au public. Mais les omissions du prospectus rédigé par le syndicat simple commissionnaire resteraient impunies si elles n'étaient pas assez graves pour constituer un délit. Il faudrait donc en tous cas un texte capable de boucher cette fissure. Ou plutôt on concevrait qu'une disposition de portée générale vint grouper sous une même sanction tous les émetteurs coupables de fraude par action et par omission.

Et il ne suffirait pas à cet égard que la loi dise simplement, comme la nouvelle loi argentine sur les obligations (1) dans son article 29, que les émetteurs sont personnellement responsables de l'exactitude des renseignements contenus dans le prospectus ; cela n'ajouterait rien au droit commun. Le nouveau texte devrait à côté des fautes positives prévoir

(1) Cf. loi argentine sur l'émission d'obligations, *Rev. prat. soc.*, 1912, p. 345.

les réticences coupables ; il établirait en outre les limites de la responsabilité.

La loi anglaise malgré ses modifications récentes ne nous donne pas de modèle ; car si la section 84 de l'acte de 1908 admet l'obligation à indemnité de tout administrateur, de tout promoteur et de toute personne qui a autorisé l'émission du prospectus, elle spécifie que l'expression promoteur ne s'applique pas aux personnes agissant professionnellement pour des personnes devant constituer la société.

Au contraire la législation allemande, ne disposant pas d'un texte général analogue à notre article 1382, a été de bonne heure complétée. Elle distingue même une double responsabilité :

1° D'abord l'article 203 du Code de commerce de 1897 (art. 213 de la nouvelle du 18 juillet 1884) frappe toute personne qui, avant l'inscription de la société au registre de commerce ou dans les deux premières années après elle, a publié une annonce de nature quelconque pour inviter le public à souscrire, si les fondateurs avaient dans la constitution de la société commis des irrégularités (fausses déclarations à l'administration, dissimulation d'avantages particuliers, etc.) dont l'émetteur avait eu connaissance. La loi considère en effet dans ce cas l'émetteur comme complice des fondateurs et le rend solidairement responsable de leurs fraudes. Cette responsabilité n'existe d'ailleurs que vis-à-vis de la société, c'est-à-dire que de l'avis général elle ne peut être mise en jeu que par l'action sociale (1).

(1) R. Schmidt, *Die zivilrechtliche Gründerverantwortlichkeit*, München, 1888 ; Niden, *Die privatrechtl. Haftung f. d. Gründervorgänge*, Leipzig, 1902 ; von Eynern, *op. cit.*

2° Mais les articles 45 et suivants de la loi des bourses de 1908 (art. 43 et suiv. loi 1896) établissent une responsabilité plus complète en cas d'introduction des titres en bourse. Toute inexactitude ou déclaration incomplète du prospectus qui a été accepté par la commission d'admission de la Bourse oblige les émetteurs à réparer le dommage qu'elles ont causé directement aux souscripteurs. Sont solidairement tenus non seulement les signataires du prospectus, comme dans l'article 203, mais encore toute personne dont il émane, alors même qu'elle se serait dissimulée derrière des tiers. La responsabilité est encourue : 1° quant aux inexactitudes, dans le cas où les émetteurs les connaissaient ou auraient dû sans une faute grossière les connaître ; 2° quant aux omissions, lorsqu'elles sont dues à un silence dolosif ou que les émetteurs ont dolosivement soumis l'affaire à un examen insuffisant. Tout propriétaire des titres a l'action, même s'il ne les tient pas directement des émetteurs, pourvu qu'il les ait acquis en Allemagne (art. 46, al. 1) ; pourtant il perd son droit s'il avait connu les manquements du prospectus ou aurait dû les connaître en faisant preuve de la diligence du bon père de famille envisagée *in concreto* ; réserve faite toutefois dans ce cas d'agissements dolosifs (Bösliches Verhalten). La réparation portera sur tout le préjudice encouru, *damnum emergens* et *lucrum cessans* ; mais pour éviter les exagérations, la loi rend l'obligation des émetteurs alternative : ils pourront se libérer en reprenant au tiers le titre soit à son prix d'acquisition, soit au premier cours d'émission (art. 46, al. 2). La responsabilité légale peut être étendue contractuellement, mais toute convention restrictive est de nul effet (art. 48). La prescription est de cinq ans.

Si les deux actions de l'article 203 et de l'article 45 sont

successivement ou cumulativement exercées, les émetteurs sont exposés à un double paiement (1).

On voit combien le système allemand est minutieusement organisé (2). Sur un point seulement la loi française lui est supérieure : elle exige la notice non seulement en cas d'introduction en Bourse, comme la *Börsengesetz*, mais préalablement à toute apparition sur le marché, c'est-à-dire dès que le titre est ouvertement négocié en banque ; encore est-il délicat de déterminer à partir de quel moment il en est ainsi. A tous autres égards le droit allemand semble avoir réalisé assez bien ces « sanctions infligeant aux émetteurs la responsabilité de l'existence comme de la sincérité des énonciations du prospectus » que souhaitait le congrès de 1910 ; sans doute bien des résultats qu'il a codifiés ont déjà été atteints par notre jurisprudence ; mais au point de vue de la répression des réticences coupables et de l'étendue soigneusement délimitée de la responsabilité, le législateur français pourrait y puiser des compléments et des indications utiles.

SECTION IV. — Conclusion. — Le projet Klotz. .

En résumé si l'on veut assainir complètement les opérations des syndicats d'émission, il faut donner aux tribunaux le moyen de poursuivre les ventes à l'émission, assurer un contrôle sérieux sur les prélèvements opérés par les syndi-

(1) Cf. Laskau, *op. cit.*, p. 62 s. ; Jul. Kahn, *Das Börsengesetz des deutschen Reiches*, 2^e édit., Munich, 1909 ; G. Hirsch, *Die Rechtsverhältnisse des Emissionshauses*, th. Heidelberg, 1910, p. 34 s.

(2) Il est complété au point de vue pénal par les articles 313 du Code de commerce et 88 de la loi des Bourses.

dicataires et sur les apports, organiser enfin une responsabilité sanctionnant le contenu d'un prospectus qui donnerait une description détaillée de l'affaire (1).

Ces mesures ne sont pas toutes d'une importance égale ; la réalisation de la dernière diminuerait l'urgence des autres retouches nécessaires. C'est ce que le gouvernement semble avoir compris en déposant à la Chambre le 6 novembre 1912 un « projet de loi ayant pour objet de défendre l'épargne par une réglementation des mesures de publicité qui doivent être observées avant l'émission, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de parts ou de tous titres, de quelque nature qu'ils soient, autres que les fonds de l'Etat français (2) ».

Mais le texte proposé répond-il aux conditions du problème ? Il est permis d'en douter.

Le projet apparaît comme une extension de la loi du 30 janvier 1907 et est par conséquent fondé sur les mêmes principes : organisation d'une publicité surtout formelle et dénuée de sanction. Or il eut fallu, non pas compléter la loi de 1907, mais la refondre en entier.

Ce n'est pas que les additions proposées soient inutiles : elles comblent des lacunes que la rédaction hâtive de la loi précédente avait laissées ouvertes. Le projet étend la notice légale :

1° Quant aux opérations dans lesquelles elle est obligatoire : y seront assujetties (art. 1) non seulement l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction des titres,

(1) Cf. dans le même sens les conclusions de la commission d'enquête sur l'affaire Rochette : Rapport de Folleville, *J. Off.*, Chambre *Doc. Ann.*, n° 814, p. 336.

(2) Cf. *R. S.*, 1913, pp. 22 et s. et 136 et s.

mais encore toute *offre*, terme d'acception très générale qui permettrait par exemple d'atteindre les ventes par démarcheurs ou l'envoi de circulaires fermées auxquels la loi ne semble pas avoir pensé (1) ; de plus l'article 3 prévoit une notice complémentaire ou rectificative.

2° Quant aux titres auxquels elle s'applique : aux actions et obligations, sont ajoutés les parts et les titres de quelque nature qu'ils soient (2) (art. 1) ; aux titres des sociétés françaises et étrangères, sont adjoints les titres d'emprunts des corporations, villes, provinces, états provinciaux ou fédérés (art. 3) et ceux des Etats étrangers, pays de protectorat français, colonies, départements, communes, établissements publics et d'utilité publique (art. 4)

3° Quant à son contenu (art. 2). A côté d'indications dont on ne voit pas bien l'utilité, puisqu'il suffit de lire les statuts pour les rencontrer (date à laquelle prend fin la société, composition des assemblées générales), le projet exige avec plus de raison, à l'imitation de la loi anglaise, les noms et qualités des membres du conseil d'administration, des personnes chargées par l'assemblée générale de contrôler la gestion financière de la société et des apporteurs ; des renseignements sur les contrats relatifs aux apports et sur la composition du capital social ; l'énonciation des actes constitutifs des garanties, et même, pour les emprunts publics, le texte des actes sanctionnant l'emprunt et les garanties, etc.

(1) Cf. pourtant *R. S.*, 1913, p. 96.

(2) La loi de 1907 parle déjà des titres « de quelque nature qu'ils soient » ; mais il ressort des travaux préparatoires que le texte ne s'applique qu'aux actions, obligations de sociétés et parts de fondateurs, non aux parts d'intérêt : cf. Pottier, *op. cit.*, p. 55 et s.

En revanche on peut trouver trop minutieuses les différentes mesures prises pour empêcher les émetteurs de battre réclame avec la publicité légale (art. 8, al. 3 et 11) et avec la demande d'admission à la cote officielle (art. 10); les textes de ce genre dressés contre des cas spéciaux sont bien vite tournés et les tribunaux se trouvent désarmés, faute d'un texte de portée générale, en face des fraudes nouvelles. De même l'article 6 exigeant la traduction en langue et en monnaie française des différentes énonciations a sa place plutôt dans le règlement d'administration publique prévu à l'article 15 que dans la loi.

Surtout à côté de ces critiques minimales, on peut faire au projet un reproche plus grave : c'est qu'il n'organise pas d'une manière sérieuse la responsabilité de l'émetteur. Lors de son apparition, il a soulevé les protestations des économistes libéraux ; devant les responsabilités qu'il édictait aucun honnête homme, aucun financier en situation indépendante et respectable ne voudrait dorénavant mettre son nom au bas d'un prospectus d'émission. On peut s'étonner de tant de bruit fait pour si peu de chose.

Il est vrai que les pénalités en cas d'infraction à la loi sont aggravées (art. 12) : cumul des amendes, application des peines d'escroquerie dès qu'il y a non pas manœuvres frauduleuses, mais intention frauduleuse, suppression, assez inexplicable, des circonstances atténuantes en cas d'amende. Mais les financiers honnêtes n'ont rien à craindre de la répression pénale ; quant aux autres ils se garderont bien d'omettre aucune des mentions obligatoires, de même qu'ils respectent à la lettre la loi actuelle.

Aussi s'élève-t-on surtout contre la responsabilité civile prévue à l'article 13. Aux termes de ce dernier, « nonobstant toute convention contraire, les émetteurs, exposants,

metteurs en vente et introducteurs seront personnellement et solidairement responsables envers tout détenteur des titres émis, exposés, mis en vente ou introduits sur le marché français (1), du préjudice résultant de l'omission dans les annonces, prospectus et autres écrits ci-dessus visés de l'une quelconque des indications prescrites ou de l'inexactitude de ces indications, sauf toutefois dans ce dernier cas leur recours contre la société ou les tiers qui leur auraient fourni les renseignements inexacts ». Et pour assurer l'application du texte, l'article 7 exige que les émetteurs signent la notice, en attestent la sincérité et fassent suivre leur signature de leur qualité, domicile et adresse.

Mais en quoi y a-t-il là innovation sur le droit commun ? Deux causes entraîneront la responsabilité de l'émetteur :

1^o L'inexactitude des indications prescrites ; mais la jurisprudence a déjà tiré de l'article 1382 du Code civil la même solution : « Considérant, dit l'arrêt du 12 décembre 1893 déjà cité, que le banquier émetteur est responsable des affirmations mensongères ou même imprudentes des prospectus qu'il répand dans le public ».

2^o L'omission d'une de ces indications ; mais si cette omission a causé un préjudice il y aura faute, c'est-à-dire délit ou quasi-délit passible encore des articles 1382-1383.

De même le recours réservé à l'émetteur contre la personne qui lui a fourni le renseignement inexact n'est autre chose que l'application, sous forme d'appel en garantie, des principes généraux. Et il n'en est pas autrement de l'obligation, édictée par les articles 14, alinéa 2, et 13, ali-

(1) Pourquoi l'article 13 ne parle-t-il pas comme l'article 1^{er} des titres offerts ?

néa 2, à la charge des émetteurs, de réparer le dommage causé à un tiers par l'usage abusif de son nom sans son autorisation.

Enfin toute clause d'exonération de la responsabilité est déjà nulle, car personne ne peut échapper aux conséquences de ses fautes.

En somme, la seule aggravation qu'apporte l'article 13 consiste dans l'établissement de la solidarité entre les émetteurs (1). Encore celle-ci existe-t-elle déjà en vertu de l'article 55 du Code pénal lorsque la publication d'indications fausses entraîne l'application de l'article 15 de la loi de 1867. Et d'autre part les hypothèses que prévoit le projet se rencontreront rarement, comme nous l'avons dit : les omissions, en présence d'un appareil aussi redoutable de sanctions pénales, sont peu à craindre ; quant aux inexactitudes, celles qui jusqu'ici ont mis pratiquement en jeu la responsabilité des émetteurs n'ont pas trait aux énonciations surtout formelles de la notice, même avec les additions apportées par le projet ; seules les mentions relatives aux apports seront parfois falsifiées.

On ne peut, dans ces conditions, qu'approuver les financiers lorsqu'ils protestent contre le coût exagéré d'une pareille publicité. Exiger l'insertion dans un bulletin officiel peu lu d'une quantité de renseignements dont la majorité peuvent facilement être obtenus d'autre part et qui ne sont à peu de choses près sanctionnés que par le droit commun, c'est grever les sociétés honnêtes de lourdes charges sans empêcher les agissements des syndicats véreux.

(1) La solidarité est également la seule dérogation que le projet belge, articles 34 *bis* et 68 *ter*, apporte au droit commun en instituant une notice obligatoire.

La solution du problème n'est pas encore trouvée, on le voit, parce qu'il est bien difficile de concilier le respect de la liberté économique avec la protection de l'épargne publique. Une conclusion s'impose pourtant où tendaient toutes nos observations précédentes : il faut modifier le caractère de la publicité légale ; au lieu d'insérer les énonciations obligatoires dans une notice coûteuse dont les frais s'ajoutent aux dépenses de la réclame nécessaire pour atteindre réellement le public, pourquoi ne pas les placer, comme l'ont fait les législations allemande et anglaise, dans ces prospectus détaillés que tout émetteur répand à profusion et dont on exigerait seulement le dépôt d'un exemplaire ? On posséderait là un instrument de publicité pratique fournissant sans dépense supplémentaire les éléments d'une responsabilité portant à la fois sur les mentions légales et sur les renseignements de fait ajoutés par l'émetteur : soit que la jurisprudence vît dans un tel acte une pièce du contrat de placement entraînant à la charge de l'émetteur la garantie des vices cachés vis-à-vis des porteurs successifs du titre, soit qu'un texte spécial vînt étendre aux réticences la responsabilité délictuelle (1) et mentionner à l'imitation de la loi allemande des Bourses que, non seulement les signataires du prospectus, mais encore toute personne dont il émane, même indirectement (*Hintermänner*), seront tenus solidairement.

Nous ne nous faisons pas d'ailleurs illusion sur l'efficacité des réformes législatives ; si bien comprises que soient les mesures préventives, elles ne peuvent empêcher cer-

(1) M. Fleury-Ravarin avait déposé à la Chambre, en décembre 1897, une proposition du même genre ; cf. Chasseriau, *op. cit.*, p. 99.

tains financiers de passer au travers ; si complète que soit la publicité, elle reste inefficace quand le public ne l'utilise pas ; si extensible que soit le système de répression, il n'est, au point de vue des réparations civiles, comme le disait M. Thaller dans un retentissant article sur la réforme des sociétés, qu'un emplâtre sur une jambe de bois, lorsque les émetteurs sont insolvables. Pourtant une intervention du législateur, à condition d'être conçue dans un esprit essentiellement pratique, doit donner aux tribunaux une arme pour déloger les financiers véreux qui s'abritent, souvent en pleine sécurité, dans les détours de syndicats plus ou moins fictifs. Car, nous le répétons encore, ce n'est pas le syndicat d'émission lui-même qui est fautif et suspect ; son seul tort est de donner facilement asile à une série de fraudes et de mettre fréquemment celles-ci hors de portée de toute sanction.

Sans même attendre que l'appareil législatif dont le déclanchement est toujours lent, se soit mis en branle, les banquiers honnêtes, ceux pour qui la création de syndicats et la souscription de parts syndicales constituent une des opérations habituelles du commerce bancaire et non un procédé de fraude, pourraient déjà réaliser dans les mœurs financières un progrès sensible. Puisque les agissements qu'on reproche aux syndicats d'émission ne sont possibles que grâce à l'obscurité dans laquelle ils opèrent et au mystère dont ils s'entourent, qu'on les assainisse en dirigeant sur eux un rayon de lumière, que, semblables aux syndicats anglais, ils opèrent au grand jour, que leur composition et leurs opérations deviennent publiques !

Si telle était l'habitude, on ne verrait plus le mot syndicat placé sur toutes sortes d'organismes louches groupant autour d'un promoteur au crédit chancelant des hommes de paille,

on ne connaîtrait plus les syndicats de compères qui digèrent sans peine toutes les précautions légales ; tout syndicat vivant dans l'ombre serait par là même suspect. Les émetteurs y trouveraient leur intérêt puisqu'ils bénéficieraient du crédit de leurs associés. Quant au public, il aurait l'avantage de posséder pour toute action en responsabilité des répondants solvables. On a bien souvent cherché à assurer par des systèmes compliqués cette solvabilité des émetteurs ; comment ne tire-t-on pas d'abord parti des pratiques modernes en matière d'émissions ? Puisque celles-ci se font, non plus sous les auspices d'une seule banque, mais sous les efforts combinés d'un groupe, que le groupe entier soit responsable des titres qu'il place.

Sans doute les banquiers deviendraient-ils plus prudents avant d'entrer dans les syndicats ; sans doute la réforme écarterait-elle de ces derniers bien des personnes de peu de surface et toute la catégorie des profiteurs qui les grèvent sans bénéfice appréciable. Mais le syndicat a besoin, pour atteindre son but, d'être riche plutôt en qualité qu'en quantité ; d'ailleurs, en Allemagne, où l'article 714 du nouveau Code civil a établi que les actes du gérant engageaient en principe, et sauf convention contraire, tous les syndicaux, il ne semble pas que les syndicats d'émission aient perdu de terrain. Seulement on verrait les financiers étudier de plus près l'objet du syndicat et en surveiller étroitement la gestion. Ainsi l'intérêt des souscripteurs se confondrait avec celui des syndicaux, et le syndicat mériterait vraiment le nom de syndicat de garantie, puisqu'il remplirait la fonction d'assureur non seulement vis-à-vis de la société émettrice, mais encore vis-à-vis du public.

ANNEXES

SECTION I

QUELQUES DOCUMENTS SYNDICAUX.

Nous reproduisons dans cette section quelques actes syndicaux qui ont donné lieu à des procès ou soulevé des polémiques dont nous avons parlé au cours de l'ouvrage ; la plupart ont déjà été publiés ; d'autres, comme celui de l'emprunt argentin 1911, ont reçu une telle publicité, qu'il n'y a aucun inconvénient à les reproduire.

I. — Syndicat formé en 1881 par la Banque d'épargne et de crédit pour souscrire aux actions émises par le Crédit de France en augmentation de son capital.

Acte de syndicat (1).

ART. 1^{er}. — Il est formé entre tous ceux qui adhéreront aux présentes un syndicat ayant pour objet :

1^o La garantie de la souscription au pair, plus 90 francs pour les réserves, des actions nécessaires pour élever le capital de la Société française de crédit de 30 millions à 60 millions de francs, ou à plus forte somme suivant ce qui sera décidé par l'assemblée générale des actionnaires.

2^o L'achat d'actions, soit anciennes, soit nouvelles, de la Société générale française de crédit.

3^o La réalisation en commun des actions qui seront attri-

(1) *Journ. des trib. de commerce*, 1885, p. 412.

buées au syndicat, soit par suite de souscriptions, soit par suite d'achats.

ART. 2. — Le présent syndicat est divisé en 100 parts de 100.000 francs chacune.

ART. 3. — La direction du syndicat est confiée à la Banque d'épargne et de crédit, société anonyme au capital de 5 millions, dont le siège est à Paris, rue Taitbout, 30.

La Banque d'épargne et de crédit est nantie des pouvoirs les plus étendus pour la gestion des opérations du syndicat.

En conséquence, elle pourra faire, *au nom du syndicat*, toute souscription aux actions nouvelles de la Société générale française de crédit, opérer tous versements, faire tous achats, soit d'actions nouvelles, soit d'actions anciennes ; vendre au mieux des intérêts du syndicat lesdites actions par telle forme et à tel taux qu'elle jugera convenable, soit par émission publique, soit par vente à la Bourse, cession en bloc ou en détail, à une seule ou à plusieurs personnes.

Je soussigné déclare souscrire... parts dans le présent syndicat dont j'accepte toutes les conditions ci-dessus énoncées, et en conséquence je verse au syndicat la somme de...

II. — Syndicat formé par M. Blanchard dissimulant la
Société nouvelle de crédit, pour l'augmentation du
capital de celle-ci.

Acte syndical (1).

Entre les soussignés :

M. Ch. Blanchard, propriétaire, agissant tant en son nom personnel que pour le compte d'un groupe qu'il représente et pour lequel il se porte fort d'une part ;

Et ceux qui auront adhéré aux présentes, en souscrivant les parts ci-après créées d'autre part, il a été convenu ce qui suit :

(1) Aix, 29 novembre 1883, *J. S.*, 1885, p. 676.

ART. I. — Il est formé entre les soussignés de deuxième part un syndicat (association en participation), ayant pour objet : la participation des nouvelles actions que la Société nouvelle se propose d'émettre pour l'augmentation de son capital, la revente ultérieure de ces titres et généralement toutes opérations d'achat et de vente des actions, tant anciennes que modernes, de la Société susdite.

ART. II. — Le syndicat est formé au capital de 6 millions divisé en 120 parts de 50.000 francs chacune, lesquelles sont souscrites par les soussignés dans les proportions par eux indiquées au bas des présentes : les fonds devront être immédiatement versés dans les caisses de la Société nouvelle. Aucune solidarité n'existera entre les participants et aucun appel de fonds ne pourra être fait au delà du montant desdites parts.

ART. III. — Il est expliqué que les actions dont la Société nouvelle va proposer la création à une prochaine assemblée générale seront émises à 525 francs, dont 25 francs à porter à la réserve ; le 1^{er} versement à faire sera donc de 150 francs par action. Le présent syndicat souscrira toutes les actions qui ne seraient pas souscrites par les anciens actionnaires ou porteurs de parts de fondateurs, en vertu du droit de préférence qui leur est attribué par les statuts.

ART. IV. — En outre M. Blanchard et son groupe, qui ont droit à la souscription de 10.000 actions, vendent lesdites actions au présent syndicat qui accepte moyennant le prix de 625 francs l'une ; savoir 5 000 ferme et 5.000 à option. Le syndicat pourra pendant toute sa durée faire usage dudit droit d'option en tout ou en partie ; les titres seront payables comptant.

ART. V. — MM... sont nommés directeurs de la participation avec les pouvoirs les plus étendus, notamment, aux fins de recevoir tous fonds, souscrire pour le compte des participants toutes actions de la Société nouvelle, opérer tous versements, faire ou ne pas faire usage du droit d'option ci-dessus stipulé, acheter en Bourse ou de gré à gré toutes actions de la Société

nouvelle et les revendre au prix qu'ils aviseront, faire toutes les dépenses de publicité, tous traités avec toutes maisons de banque ou d'émission, etc., etc. En cas de décès ou de démission de l'un des directeurs, il sera pourvu à son remplacement par décision des participants convoqués par lettre à cet effet et délibérant à la majorité des voix.

ART. VI. — La participation aura une durée de 6 mois à partir du 1^{er} janvier 1882. Toutefois si à l'expiration de ce terme ces opérations n'étaient pas terminées, elle pourrait sur la proposition des directeurs être prorogée de 6 mois par décision de la majorité des participants. Pendant la durée de la participation, les directeurs pourront s'il y a lieu procéder à la répartition de dividendes partiels.

ART. VII. — Lors de la dissolution, il sera procédé à la liquidation générale : les fonds restant en caisse seront répartis entre les participants proportionnellement au nombre de parts souscrites par chacun, et les actions invendues leur seront attribuées dans la même proportion.

ART. VIII. — Au cas où, pour quelque motif que ce soit, la prochaine assemblée générale de la Société nouvelle ne voterait pas l'augmentation de capital qui fait l'objet principal du syndicat, les présentes deviendraient nulles et non avenues, et les fonds seraient restitués aux participants sans indemnité de part ni d'autre.

Fait double à Paris le. .

Chacun des soussignés reconnaît avoir retiré la copie des présentes.

Signé CH. BLANCHARD.

III. — Syndicat pour l'émission des actions de la Compagnie de Panama en novembre 1880.

Acte syndical (1).

M. F. de Lesseps, dans le but d'arriver à l'émission des actions de la Compagnie universelle du canal interocéanique, a écrit à tous les syndiqués ci-après désignés une lettre collective dont l'original est déposé à la Société générale et dont une copie est annexée aux présentes.

Les soussignés ayant accepté la proposition de M. de Lesseps ont formé entre eux un syndicat sous les conditions ci-après :

ART. 1^{er}. — Le syndicat, pour faire face aux dépenses nécessitées par l'émission des 590.000 actions de la Compagnie universelle du canal interocéanique, s'engage à verser entre les mains de la Société générale, spécialement désignée à cet effet, une somme de 4 francs par action, soit pour les 590.000 actions, 2.360.000 francs.

Pour déterminer la part de chacun dans ce versement, le syndicat est divisé en 59 parts de 40.000 francs, chacune représentant le versement de 4 francs pour 10.000 actions.

Il n'y aura pas de solidarité entre les différents preneurs de parts.

ART. 2. — Si la Compagnie universelle du canal interocéanique n'arrive pas à se constituer, soit parce que les actions n'auront pas été souscrites, soit pour toute autre cause, les membres du syndicat ne pourront réclamer que le remboursement au prorata des sommes qui n'auraient pas été dépensées sur les 2.360.000 francs.

Si, au contraire, la Compagnie arrive à se constituer, tous les membres du syndicat ayant fait le versement de 4 francs

(1) *Le dossier du canal du Panama*, brochure, Paris (Rousseau), 1886.

par titre sur au moins 10.000 ou le multiple de 10.000 actions recevront :

1° Le remboursement des 4 francs par action déboursés ou la somme nécessaire pour compléter les 2.360.000 francs ci-dessus indiqués, au cas où la totalité n'aurait pas été employée ;

2° A titre de rémunération pour les risques qu'ils auront courus et le concours qu'ils auront donné, une somme supplémentaire de 20 francs par action, soit 24 francs y compris le remboursement des 4 francs exposés pour les frais ;

3° Il sera attribué au syndicat une part de fondateur entièrement libérée pour chaque part de 40.000 francs, soit 59 parts de fondateur.

ART. 3. — La souscription publique aux 590.000 actions aura lieu à la Compagnie universelle du canal maritime de Suez, et des guichets de souscription seront ouverts dans les établissements désignés par le comité.

ART. 4. — Le présent syndicat sera géré par un comité composé de : 1° La Société générale ; 2° Le Crédit Lyonnais ; 3° Le Canal de Suez ; 4° Seligmann frères et Cie ; 5° Le Crédit Industriel.

ART. 5. — Le comité aura les pouvoirs les plus étendus pour la gestion du syndicat ; il déterminera seul les dépenses et les écritures ; il statuera seul sur toutes les questions qui pourraient s'élever, etc., et en un mot tranchera seul, et sans formalités aucunes, toutes les difficultés qui pourraient se présenter.

Il est entendu qu'aucun versement ne pourra être fait ni réclamé aux syndiqués, en dehors des 4 francs par titre ci-dessus spécifiés.

ART. 6. — La durée du syndicat est fixée à 6 mois, sauf prorogation décidée par le comité.

Fait en autant d'originaux que de parties intéressées.

Lu et bon pour approbation complète du présent.

IV. — Syndicats pour l'émission des obligations de la Compagnie de Panama (1).

Première forme. — Les émissions des 7 septembre 1882, 7 septembre 1883 et 25 septembre 1884 furent soutenues par des syndicats ainsi constitués ; les chiffres du texte sont ceux du premier d'entre eux.

ART. 1^{er}. — Tous les soussignés souscrivent ferme, chacun pour son compte et sans aucune solidarité, la quantité de titres inscrite au-dessus de leur signature.

ART. 2. — Cette souscription est faite au prix de 407 fr. 50 par obligation. Pour toute obligation placée et faisant partie de celles qui sont prises ferme par les syndicaux, la Compagnie de Panama paiera aux syndiqués une prime de 20 fr. et la Compagnie délivrera au prix de 407 fr. 50 les titres non placés faisant partie de ceux qu'avait garantis le syndicat.

ART. 3. — En outre de la prise ferme d'obligations stipulées ci-dessus, la Compagnie donne à option aux syndiqués, et ce jusqu'à la veille de la répartition, une quantité d'obligations égale aux deux cinquièmes de celles qui sont prises ferme ; sur toutes les obligations dont l'option sera déclarée et qui seront émises en même temps que celles garanties par le syndicat, celui-ci recevra une prime de 15 francs par titre. Il est expressément entendu que les obligations prises ferme par le syndicat seront placées par préférence avant celles imputables à l'option et que ces dernières ne viendront qu'en seconde ligne et concurremment avec les 40.000 obligations que s'est réservées la Compagnie du canal de Panama.

ART. 4. — La souscription sera ouverte aux 250.000 obligations au prix de 437 fr. 50.

Deuxième forme. — Aux émissions d'obligations du 3 août 1886, du 26 juillet 1887 et du 14 mars 1888 et à celle d'obligations à lots du 26 juin 1888 intervinrent au contraire des syn-

(1) D. 1901.1.257.

dicats d'une formule différente : nous reproduisons le dernier d'entre eux.

ART. 1^{er}. — Il est formé sur les bases et conditions ci-après entre la Compagnie du canal interocéanique de Panama et tous ceux qui adhèrent au présent acte un syndicat ayant pour but d'aider à la réussite de l'émission de 2 millions d'obligations à lots que la Compagnie se propose de mettre en souscription publique le 26 juin 1866.

ART. 2. — Tous les participants au présent syndicat verseront à la Compagnie de Panama une somme de 2 fr. 50 par obligation à titre de participation aux frais nécessités par l'émission.

ART. 3. — Après la souscription close, tous les membres du syndicat ayant effectué le versement de 2 fr. 50 par titre recevront dans la proportion de leurs droits, quel que soit le nombre des obligations placées :

20 fr. pour chacune des 800.000 obligations premières souscrites ;

15 fr. pour chacune des 400.000 obligations suivantes ;

10 fr. pour chacune des 400.000 obligations suivantes ;

5 fr. pour chacune des 400.000 obligations dernières.

ART. 4. — Les primes stipulées à l'article précédent constituent la rémunération des risques courus et du concours prêté par les membres du syndicat sans qu'ils puissent avoir le droit de réclamer le remboursement du versement de 2 fr. 50 qu'ils auraient effectué.

ART. 5. — Si pour une cause quelconque l'émission projetée ne pouvait avoir lieu avant le 26 juin 1888, les membres du syndicat seraient immédiatement remboursés du montant des avances qu'ils auraient effectuées.

ART. 6. — Le syndicat prendra fin huit jours après la répartition close et chacun des syndiqués recevra son décompte.

V. — Syndicat formé en 1907 par le banquier Rochette pour l'introduction des actions de la Banque franco-espagnole.

Acte syndical.

Entre les soussignés :

1^o La Société générale du Crédit minier et industriel, dont le siège est à Paris, 32 et 34, rue Blanche,

D'une part,

2^o Tous ceux qui souscriront au présent contrat.

D'autre part.

Il a été exposé, convenu et arrêté ce qui suit :

La Banque franco-espagnole a été constituée en juillet 1906, au capital de 20 millions de pesetas or, divisé en 80.000 actions de 250 pesetas chacune. Sur ce capital, 20.000 actions entièrement libérées ont été émises au moment de la constitution de la Société, les 60.000 titres de surplus sont restés dans les caisses sociales pour être émis ultérieurement au fur et à mesure des besoins.

Après un premier exercice ayant donné des résultats satisfaisants et pour assurer la réalisation des affaires en cours, la Banque franco-espagnole a décidé l'émission de 40.000 actions sur les 60.000 qui lui restent en portefeuille.

En raison de l'importance de l'opération, du petit nombre d'actionnaires actuels de la Banque franco-espagnole et de l'état général du marché, la Banque franco-espagnole a voulu non seulement faire garantir l'émission, mais encore et surtout le classement des titres dans le public. Elle s'est adressée pour cela à la Société générale du Crédit minier et industriel, qui disposant d'une importante clientèle, est susceptible, non seulement de faciliter l'émission, mais aussi d'assurer le classement ultérieur du titre par des ventes à sa clientèle.

La Société générale du Crédit minier et industriel a accepté de prêter son concours et elle a garanti le placement dans le

public de la moitié des actions émises, soit 20.000 actions en les souscrivant ferme et pour se couvrir de l'engagement ainsi donné, elle constitue un syndicat dans les conditions qui seront expliquées ci-après :

Pour rémunérer le concours de la Société générale du Crédit minier et industriel, la Banque franco-espagnole a accordé ses titres à la Société générale du Crédit minier et industriel au pair, soit à 250 francs.

Ceci exposé, il a été convenu et arrêté ce qui suit :

ART. 1^{er}. — Il est formé entre la Société générale du Crédit minier et industriel et tous ceux qui souscriront une ou plusieurs des parts ci-après créées, un syndicat ayant pour objet :

1^o L'achat au pair de 20.000 actions de 250 francs chacune de la Banque franco-espagnole provenant de l'émission que fait cette Société de 40.000 de ses actions au prix de 275 fr. l'une.

2^o La réalisation en commun de tout ou partie de ces actions.

ART. 2. — La Société générale du Crédit minier et industriel apporte au syndicat 20.000 actions Banque franco-espagnole de 250 francs chacune entièrement libérées. Ces actions sont divisées en 50 tranches de 400 actions formant chacune une part syndicataire.

Chaque adhérent aux présentes conventions souscrit ferme au moins une des parts ci-dessus créées et verse immédiatement entre les mains de la Société générale du Crédit minier et industriel le montant de sa souscription, soit : 100.000 fr. par part.

Au moyen de ce versement, il devient propriétaire pour chaque part souscrite de 400 actions Banque franco-espagnole. Chaque participant s'engage à mettre immédiatement à la disposition du syndicat en vue de la réalisation en commun le quart au moins de ses actions. Il a, en outre, la faculté de mettre à la disposition du syndicat un plus grand nombre d'actions et même la totalité s'il le désire.

Dans le cas où il en conserverait pour son compte personnel, il s'engage ferme à bloquer les actions qu'il conserverait ainsi pendant toute la durée du syndicat et, en cas de dissolution anticipée du syndicat, jusqu'à expiration des trente jours qui suivront cette dissolution. Toutefois, après réalisation des titres syndiqués pour la vente, les adhérents pourront donner à réaliser dans les mêmes conditions d'autres quantités de titres à prendre sur ceux qu'ils n'auraient pas apportés au syndicat.

Les titres des actions non syndiquées seront déposés entre les mains de la Banque franco-espagnole qui délivrera reçu de dépôt avec mention de la non-disponibilité des titres pendant le temps stipulé aux présentes conventions.

Les syndiqués ne contractent aucun engagement solidaire, ils sont simplement responsables de leurs engagements propres.

ART. 3. — Le Syndicat aura une durée de six mois à partir du 15 décembre 1907.

ART. 4. — Le Syndicat sera dirigé par la Société générale du Crédit minier et industriel qui a les pouvoirs les plus étendus pour les opérations syndicales. Elle déterminera les conditions de réalisation, fixera les commissions à allouer aux intermédiaires, établira les frais de publicité et fera tout ce qui sera utile dans l'intérêt commun du syndicat.

En contre-partie de ces pouvoirs étendus donnés à la Société générale du Crédit minier et industriel, celle-ci garantit que les ventes seront effectuées au cours moyen de 325 francs minimum.

Dans le cas où le cours moyen des ventes serait inférieur à ce chiffre de 325 francs, ledit chiffre de 325 francs par action serait pris comme base de calcul des bénéfices du syndicat, le Crédit minier prenant à sa charge la différence entre le cours moyen réel de vente et ledit cours moyen de 325 francs.

Par contre, si le cours moyen de vente a été supérieur à 325 francs, la différence entre ce taux de 325 francs et le

cours réel de vente après déduction de la commission de 10 0/0 attribuée au Crédit minier pour les frais prévus à l'article ci-après appartiendrait pour 80 0/0 au Crédit minier et 20 0/0 au Syndicat.

ART. 5. — Le Crédit minier pour le bon fonctionnement du Syndicat et pour le placement des titres dans le public est autorisé à opérer des rachats de titres jusqu'à concurrence de 30 0/0 des actions déjà placées.

ART. 6. — Pour couvrir le Crédit minier des frais d'étude ou de publicité faits ou à faire et généralement de toutes les dépenses relatives à l'émission des actions, il sera attribué à ladite Banque une commission de 10 0/0 sur le montant de la vente des actions mises en Syndicat.

Le surplus du produit de la vente, après déduction des commissions ci-dessus stipulées et après déduction du prix d'achat au pair de 250 francs, constituera le bénéfice net du syndicat et sera partagé entre chaque syndicataire dans la proportion du nombre de titres qu'ils auront mis en syndicat.

Il est entendu que si le cours moyen de vente est inférieur à 325 francs, le calcul des bénéfices se fera sur le cours de 325 francs, le Crédit minier supportant la différence.

Par contre, si le cours moyen est supérieur à 325 francs, le surplus sera distribué de la façon suivante : 80 0/0 pour le Crédit minier, 20 0/0 pour le Syndicat.

ART. 7. — A l'expiration du Syndicat, les comptes approuvés par la majorité des syndicataires seront obligatoires pour tous les membres du Syndicat.

Il demeure entendu, en outre, que le Crédit minier procédera à la dissolution anticipée du Syndicat aussitôt que les titres donnés en vente seront réalisés.

ART. 8. — Les contestations qui pourraient s'élever au sujet des présentes seront soumises à la juridiction compétente des tribunaux de la Seine.

Les frais d'enregistrement, s'il y a lieu, seront à la charge de celle des parties contractantes qui les aura motivés.

Fait à Paris le.

VI. — Convention de garantie pour l'emprunt de la Ville de Paris de 236 millions (octobre 1910).

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous informer que l'émission de l'emprunt municipal de 236 millions, première fraction de l'emprunt de 900 millions, destiné à l'exécution de grands travaux municipaux, a été fixée au samedi 15 octobre prochain, de 9 heures du matin à 3 heures de l'après-midi.

Comme suite aux conversations dans lesquelles vous avez bien voulu me promettre votre concours pour cette opération, j'ai l'honneur de vous confirmer les conditions auxquelles je suis autorisé à conclure un accord avec vous.

Votre Société apportera à la Ville de Paris, la veille de l'émission, une souscription de ... obligations donnant droit à une commission de garantie de 5 francs par obligation souscrite.

Cette souscription sera sujette à réduction proportionnelle, sans toutefois que le nombre des obligations auquel elle donnera droit puisse descendre au-dessous de la moitié des titres garantis, la commission de 5 francs vous restant, en tout cas, acquise sur le montant total de la garantie.

En outre, votre société pourra présenter, le jour de l'émission, pour le compte de sa clientèle, une souscription globale réductible sans limitation. Si le total des attributions faites à votre société pour l'une et l'autre de ces souscriptions dépasse le nombre des obligations qu'elle aura garanties, il lui sera alloué par obligation attribuée en sus dudit nombre une commission supplémentaire de trois francs.

La Ville se réserve la faculté d'attribuer, soit sous forme d'unités, soit sous forme de quarts, les titres revenant à ces deux souscriptions.

A l'appui de la souscription de garantie, c'est-à-dire la veille de l'émission, votre société effectuera en espèces ou en

mandats de virement acceptés (blancs) sur la Banque de France, le versement correspondant aux obligations garanties à raison de vingt francs par unité.

A l'appui de la deuxième souscription, elle effectuera le jour de l'émission, à raison de vingt francs par obligation, un versement en espèces ou en mandats de virement acceptés (blancs) sur la Banque de France, jusqu'à concurrence de deux millions ; le surplus pourra être représenté par des bons du Trésor à toute échéance ou par des obligations du Trésor.

En raison des observations présentées par le ministre des finances, le portefeuille bancable ne pourra être admis à titre de garantie de la souscription.

Je vous serais obligé, Monsieur le Président, de vouloir bien me faire connaître le plus tôt possible si nous sommes d'accord.

En vous adressant tous mes remerciements pour un concours dont j'apprécie hautement la valeur, je vous prie...

Signé : *Le préfet de la Seine.*

VII. — Formule de la convention de garantie pour l'emprunt municipal de 1911.

1^o *Souscription de garantie.*

La Société. . . s'engage à apporter à la Ville de Paris, la veille de l'émission, une souscription de. . . obligations donnant droit à une commission de garantie de 4 francs par obligation souscrite.

Cette souscription sera sujette à réduction proportionnelle, sans toutefois que le nombre des obligations auquel elle donnera droit puisse descendre au-dessous des $\frac{2}{3}$ du nombre des titres garantis, la commission de 4 francs restant en tout cas acquise à la Société sur le montant total de sa garantie.

2^o *Souscription de la clientèle.*

En outre, la Société pourra présenter, le jour de l'émission,

une souscription globale, pour le compte de sa clientèle, et réductible sans limitation.

Si le total des attributions faites à la Société, pour l'une et l'autre de ces souscriptions, surpasse le nombre des obligations qu'elle aura garanties, il lui sera alloué, par obligation attribuée en sus dudit nombre, une commission supplémentaire de 2 fr. 50.

3^e Commission accordée aux Sociétés mettant leurs guichets à la disposition de la Ville de Paris le jour de la souscription.

2 francs par formule utilisée.

VIII. - Syndicat pour l'émission de l'emprunt argentin
4 1/2 0/0 or 1911.

Acte syndical.

Le gouvernement fédéral de la République Argentine a été autorisé, par la loi du 4 juin 1911, à créer un emprunt 4 1/2 0/0 de pesos or 70.000.000, amortissement en 39 ans, et divisé en 700.000 obligations de pesos or 100 nominal.

Le produit de cet emprunt est destiné à la construction de chemins de fer et à l'exécution de divers travaux publics.

Pour la réalisation de cette opération, le gouvernement fédéral argentin vient de traiter avec un groupe financier composé d'éléments français, belges, anglais et argentins qui a décidé de former un Syndicat soumis aux conditions suivantes :

ART. 1^{er}. — Entre les adhérents au présent acte, sans solidarité entre eux et chacun d'eux à concurrence du nombre de titres pour lequel il déclare y adhérer, il est constitué un Syndicat pour la prise ferme des 700.000 obligations indiquées ci-dessus et leur réalisation en commun.

ART. 2. — Le Syndicat est géré par la Banque de l'Union

Parisienne qui est investie des pouvoirs les plus étendus pour la direction des opérations.

Elle fixera notamment le montant des frais de publicité et autres, procédera à tous appels de fonds ainsi qu'à toutes répartitions et déterminera les limites des rachats qu'elle jugera utile d'effectuer dans l'intérêt commun, étant toutefois entendu que le montant de ces rachats ne pourra dépasser 20 0/0 des titres précédemment réalisés.

Elle prélèvera à titre de commission de gestion 10 0/0 des bénéfices nets du Syndicat.

ART. 3. — Le Syndicat prendra fin par la réalisation de son objet et au plus tard le 31 janvier 1912. Il pourra toutefois être prorogé pour une période de 6 mois.

ART. 4. — L'acceptation des comptes du Syndicat, tels qu'ils seront présentés par la banque susdite, sera obligatoire pour tous les participants.

ART. 5. — Si tout ou partie des obligations prises ferme n'étaient pas réalisées lors de la liquidation du Syndicat, le solde des titres serait réparti proportionnellement entre tous les participants.

Le soussigné déclare accepter une participation de obligations dans le Syndicat ci-dessus et se soumettre à toutes les conditions énoncées dans le présent acte.

SECTION II

MODÈLES USUELS D'ACTES SYNDICAUX.

Nous réunissons ici quelques types courants de la pratique syndicale récente. Le premier a été utilisé lors de la création, il y a peu de temps, d'une de nos grosses banques ; les deux suivants, assez brefs, constituent la formule habituelle de deux de nos établissements les plus puissants ; les autres sont un peu plus compliqués.

**1. — Syndicat de placement entre premiers actionnaires
d'une société pour l'écoulement de leurs actions.**

Acte syndical.

ART. 1^{er}. — Il est formé, entre les souscripteurs des 50.000 actions du . . . , un Syndicat ayant pour objet la réalisation en commun de ces actions.

ART. 2. — Chaque participant s'inscrit dans le Syndicat pour la totalité des actions qu'il a souscrites.

ART. 3. — Chaque participant peut exclure des ventes un nombre déterminé d'actions, à charge d'en faire la déclaration au moment de la signature du présent acte.

Les titres exclus des ventes ne pourront être négociés sur le marché pendant la durée du Syndicat.

ART. 4. — Le Syndicat sera géré provisoirement par MM. . . . , banquiers à Paris, qui s'adjoindront, aussitôt après la constitution définitive de la société, trois personnes prises parmi les souscripteurs, avec lesquelles ils constitueront un Comité.

Ce Comité sera investi des pouvoirs les plus étendus pour la gestion du Syndicat et la réalisation de son objet. Il autorisera toutes dépenses nécessaires, notamment en ce qui concerne la publicité ; il fixera le prix de réalisation des actions, il fera toutes répartitions et arrêtera les comptes, qui seront obligatoires pour tous les participants.

ART. 5. — Sur les bénéfices nets du Syndicat, le Comité prélèvera, à titre de rémunération, 5 0/0 de ces bénéfices.

ART. 6. — Le Syndicat prendra cours à la date même de la constitution définitive de la Société. Il aura une durée de six mois et pourra être prorogé, par décision du Comité, pour une ou deux périodes de six mois chacune.

Il pourra être dissous par anticipation, après accomplissement de son objet.

ART. 7. — Si tous les titres dont la réalisation est confiée au

Syndicat n'étaient pas réalisés à la liquidation du Syndicat, le solde des titres invendus serait réparti entre les participants au prorata de la part pour laquelle chacun se sera inscrit, mais déduction faite des titres exclus des ventes.

ART. 8. — Les titres exclus des ventes et ceux qui seraient attribués aux participants, en vertu de l'article 7, leur seront remis un mois après la clôture des opérations.

Aux conditions qui précèdent, le soussigné

a déclaré adhérer au Syndicat pour actions,
et exclure des ventes actions.

Paris, le

II. — Syndicat de prise ferme à la parisienne pour l'émission de bons du Trésor.

Exposé.

Le gouvernement de l'Etat de a décidé la création d'un emprunt de £ 7.500.000 bons du Trésor 5 0/0, destiné au remboursement d'effets du Trésor venant à échéance le et de dettes flottantes de l'Etat.

Sur ces £ 7.500.000, £ 5.000.000 sont émises à l'étranger et £ 2.500.000 sont réservées à la France.

En dehors des gages spéciaux attachés à l'emprunt, celui-ci constitue une dette directe de l'Etat.

Ceci exposé, il a été formé un Syndicat régi par les conditions suivantes (1) :

Acte syndical.

ART. 1^{er}. — Un Syndicat est constitué entre tous les adhérents aux présentes, pour l'achat ferme et la réalisation des £ 2.500.000 ou 125.000 bons du Trésor indiqués ci-dessus.

(1) On remarquera particulièrement l'étendue des pouvoirs de la gérance ; le syndicat atteint presque son maximum de centralisation.

La réalisation de ces bons se fera par voie de placement ou de vente en Bourse.

ART. 2. — Chacun des adhérents est engagé pour le montant de sa participation sans solidarité avec les autres participants.

ART. 3. — Le Syndicat est géré par un Comité composé de la Société A et de la Banque B.

Le Comité est investi des pouvoirs les plus étendus pour la gestion et la direction du Syndicat, il fixe les commissions de placement, rétrocessions aux intermédiaires et dépenses de publicité qu'il jugera nécessaires. Il est autorisé à effectuer sur le marché des rachats dont le maximum est fixé à 10 0/0 du total des titres à placer.

ART. 4. — Les opérations du Syndicat et ses écritures seront centralisées à la Banque A, chargée du mouvement des fonds et des titres moyennant une commission de 1/8° 0/0 devant être calculée sur la colonne la plus forte des comptes du Syndicat.

ART. 5. — Le Syndicat prendra fin le... ; il pourra être renouvelé pour 6 mois sur simple décision du Comité.

Lors de la liquidation du Syndicat, les comptes présentés par la Société A et approuvés par la Banque B devront être acceptés sans discussion par les participants.

ART. 6. — Dans le cas où une guerre, une révolution ou tout événement politique important viendrait aggraver la situation actuelle du marché avant la date fixée pour l'émission, l'exécution du présent engagement serait ajournée.

ART. 7. — La direction du Syndicat ne reconnaît comme participants que ceux qui ont adhéré aux présentes au moment de sa constitution ; elle reste étrangère à toute rétrocession éventuelle à des tiers.

Si tous les titres n'étaient pas placés à l'échéance du Syndicat, le solde serait réparti aux syndicaux dans la proportion de leur engagement.

Le soussigné déclare adhérer au présent Syndicat aux

conditions énoncées ci-dessus pour une participation de.. capital nominal.

III. — Syndicat de garantie à la lyonnaise pour une émission d'obligations.

Engagement syndical.

ART. 1^{er}. — Il est formé, entre les adhérents aux présentes, un Syndicat ayant pour objet de garantir le placement, par voie d'émission publique, de 122.000 obligations de 500 francs chacune, de la « Société du chemin de fer de... », portant intérêt à 4 1/2 0/0 l'an, à partir du..., et amortissables en 81 ans à partir de l'ouverture de la ligne au trafic.

ART. 2. — Les participants ne sont engagés dans l'opération que jusqu'à concurrence du montant de leur participation, sans solidarité entre eux, et le gérant du Syndicat ne reconnaît comme participants que les adhérents aux présentes.

ART. 3. — Le prix auquel le Syndicat garantit ces obligations est de 484 fr. 50 par titre ; elles seront émises à 494 fr.50.

ART. 4. — La commission de placement sera de 4 francs par titre, et le bénéfice syndical à envisager de 6 francs par titre.

ART. 5. — Sous peine de perdre tout droit au bénéfice syndical, les participants ne pourront rétrocéder à des intermédiaires une commission supérieure à 4 francs par titre. Ils ne pourront pas davantage faire figurer ces obligations sur une liste de valeurs à commission.

ART. 6. — Le Syndicat prendra fin au plus tard le...

Les opérations seront dirigées par la banque A. qui est investie pour sa gestion des pouvoirs les plus étendus. Elle pourra, notamment, pendant la durée du Syndicat, faire tous

les appels de fonds qu'elle jugera nécessaires, et racheter sur le marché jusqu'à concurrence de 10 0/0 des titres vendus.

Elle tiendra la comptabilité du Syndicat et les comptes qu'elle présentera seront obligatoires pour tous.

ART. 7. — Si des titres placés revenaient sur le marché pendant la durée du Syndicat, le gérant du Syndicat aurait le droit de réclamer la commission de placement aux participants qui auraient placé ces titres.

ART. 8. — Lors de la clôture du Syndicat, si tous les titres n'étaient pas placés, le solde serait réparti entre les participants au prorata de la part non placée par chacun d'eux sur le montant de sa participation. Les placements de chaque participant le dégageront donc d'autant sur sa part syndicale.

Je soussigné :...

Nom,...

Adresse...

Déclare adhérer au présent Syndicat aux conditions qui précèdent, et m'inscrire pour une participation de... titres, sur lesquels je déclare lever ferme dès à présent... titres.

Fait à..., le...

IV. — Syndicat de prise ferme à la lyonnaise.

Engagement syndical pour la prise ferme et le placement de 500 000 actions de £ 1. de the Company... limited (1).

ART. 1^{er}. — Entre les soussignés adhérents au présent acte, il est formé un Syndicat pour la prise ferme et la réalisation de 500.000 actions privilégiées 6 0/0 cumulatif de £ 1 chacune (25 fr.) de la Compagnie. Ce syndicat est divisé en 50 parts de 10.000 actions chacune.

(1) On remarquera les parts syndicales et l'assemblée des syndicataires prévue à l'article 7 ; il ressort de l'article 5 que le syndicat est à la lyonnaise.

ART. 2. — Les 500.000 actions prises ferme par le Syndicat lui sont données au prix de 21 fr. 50 payables au fur et à mesure de la levée des titres et au plus tard :

200.000 actions à la date du 30 juin.

100.000 — — 15 juillet.

200.000 — — 15 octobre.

Elles doivent être réalisées au prix minimum de 26 fr. 50.

ART. 3. — En dehors d'un versement immédiat de 2 francs par titre il ne sera fait aucun appel de fonds, sauf en cas de besoin aux échéances précitées. Dans ce cas, la Direction ferait un appel 15 jours à l'avance.

ART. 4. — Chaque syndicataire n'est engagé que jusqu'à concurrence de la part d'intérêt qu'il a prise dans le Syndicat.

Chaque part donne droit à 1/50 des bénéfices syndicaux réalisés.

ART. 5. — Les ventes d'actions seront effectuées pour le compte commun, toutefois chaque syndicataire sera libéré par son placement personnel ne revenant pas sur le marché pendant la durée du Syndicat.

La commission de placement sera exceptionnellement pour les syndicataires de 1 fr. 50. Le délai de ristourne sera de 6 mois.

Les syndicataires pourront demander à la direction du Syndicat un nombre de titres supérieur au montant de leur prise ferme. Ces titres leur seront délivrés avec la commission syndicale précitée (1 fr. 50) à concurrence du disponible.

ART. 6. — Chaque syndicataire s'interdit, sous peine de perdre tous ses droits dans le partage des bénéfices, de rétrocéder à des tiers aucun avantage quelconque autre que ceux autorisés officiellement par la direction du Syndicat. Cette déchéance sera prononcée sans appel par le Comité de direction du Syndicat.

ART. 7. — La direction du Syndicat est confiée à un Comité de direction composé de 3 membres qui pourront se déléguer mutuellement tout ou partie de leurs pouvoirs.

Ce Comité est investi des pouvoirs les plus étendus pour la gestion du Syndicat. Il fixe les prix et les conditions de vente des titres et les limites de rachats jugés utiles. Il autorise toute dépense à faire dans l'intérêt commun et effectue toutes répartitions. Il conclut tous traités, tous accords utiles. Il décide la dissolution anticipée ou la prorogation du Syndicat et il en arrête les comptes. Il fait généralement et sans réserves tout ce qui est nécessaire dans l'intérêt du Syndicat.

En rémunération de ses services, le Comité a droit à 5 0/0 des bénéfices syndicaux.

Dans le cas où, pour une raison quelconque, le Comité convoquerait les syndicataires en assemblée générale, soit pour modifications à apporter aux présents statuts, soit à titre de simple consultation, soit pour tout autre motif, les décisions seront prises à la majorité, engageant les absents et les dissidents.

ART. 8. — L'acceptation des comptes du Syndicat dressés par la direction est obligatoire pour tous les syndicataires.

ART. 9. — Sauf en cas de dissolution anticipée ou de prorogation, le Syndicat prendra fin par la réalisation de son projet, après la réalisation de sa prise ferme.

ART. 10. — Le service financier est assuré par la Banque A... qui a accepté d'être le représentant responsable vis-à-vis du fisc français.

ART. 11. — Le siège du Syndicat est à Paris.

V. — Syndicat de garantie à la lyonnaise pour couvrir une augmentation de capital. Engagement direct des syndicataires envers la société.

Exposé.

Le Crédit foncier du... a décidé de porter son capital de 12.500.000 francs à 50 millions, conformément aux décisions de l'Assemblée générale extraordinaire du 29 mars 1912.

Les 75.000 actions nouvelles de 500 francs libérées de moitié feront l'objet d'une émission publique au prix de 565 fr. Elles seront offertes par préférence aux anciens actionnaires à raison de 9 actions nouvelles pour 4 actions anciennes, soit 2 actions 1/4 nouvelles par action ancienne, et aux porteurs de parts de fondateurs à raison de 15 actions nouvelles par 16 parts.

Ceci exposé :

Il est constitué un syndicat ayant pour objet :

ART. 1^{er}. — De garantir la souscription au prix de 565 francs de l'augmentation de capital de 37.500.000 francs moitié versée, dont il est question ci-dessus.

ART. 2. — D'assurer éventuellement le placement des titres pour lesquels les anciens actionnaires et porteurs de parts ne feraient pas usage de leur droit de souscription, ainsi que celui des titres anciens qui seraient rachetés sur le marché par les gérants en vue de faciliter l'opération. Ces rachats d'actions anciennes ne pourront excéder 10 0/0 du nombre des actions à émettre.

ART. 3. — Le Syndicat garantit l'émission au prix de 565 fr., mais il lui est alloué, pour faire face à la rémunération de sa garantie et de ses charges (commissions de placement, etc...), une somme de 20 francs par titre libéré de 250 francs.

Sur cette marge de 20 francs, il sera prélevé en faveur des banquiers une commission de 7 fr. 50 par titre pour toutes les souscriptions irréductibles transmises par leurs soins et une même commission de 7 fr. 50 par titre pour toutes les actions attribuées sur les souscriptions réductibles qu'ils représenteront, sauf retour des titres sur le marché dans le délai de 6 mois à partir du jour de la souscription.

Il est interdit de rétrocéder aux intermédiaires une commission supérieure à 5 francs.

Les bénéfices restant au Syndicat seront répartis au prorata des parts syndicales.

ART. 4. — Si tous les porteurs de parts et les actionnaires font, pour la totalité, usage de leur droit de souscription, ou si les titres qu'ils n'auront pas demandés sont absorbés par les souscriptions réductibles qui auront été enregistrées jusqu'au jour de l'émission publique, les syndicaux n'auront qu'à se préoccuper du reclassement des titres anciens rachetés en Bourse. En ce qui concerne ces titres, chacun des syndicaux pourra, par ses placements, se dégager d'autant sur le montant lui revenant du chef de sa part syndicale, à condition que les titres ne reviennent pas sur le marché dans le délai de six mois à partir du jour de la souscription.

ART. 5. — Si, au contraire, au jour fixé pour la clôture de l'émission, la totalité des actions n'était pas souscrite à titre réductible ou à titre irréductible, le solde serait souscrit par l'un des gérants au nom et pour compte de chaque syndical et au prorata du nombre des titres qu'il n'aurait pas placés sur le montant de sa participation syndicale. Tous les syndicaux seraient avisés du nombre de titres qui aurait été souscrit en leur nom par l'un ou l'autre des gérants.

ART. 6. — Le Syndicat ne serait pas dissous par la réalisation de l'éventualité prévue à l'article précédent, mais le placement des titres continuera à s'effectuer à des conditions à fixer par le gérant.

ART. 7. — Si, à l'expiration du Syndicat, tous les titres dont il est question à l'article 2 n'étaient pas placés, le solde serait réparti entre les divers syndicaux au prorata de la part non placée par chacun d'eux sur sa participation syndicale.

ART. 8. — Le syndicat sera géré par... et... qui seront investis des pouvoirs les plus étendus pour la gestion du Syndicat et sa liquidation.

Le Syndicat prendra fin par la réalisation de son objet et au plus tard le... Toutefois, il pourra être prorogé sur simple décision du gérant.

Le soussigné, après avoir pris connaissance du présent contrat, déclare y adhérer pour une participation de... actions.

Il donne expressément par les présentes pouvoir à l'un ou l'autre des gérants pour souscrire éventuellement à l'augmentation de capital du Crédit foncier du Brésil dans les conditions prévues à l'article 5 du présent et signer tout bulletin de souscription.

VI. — Syndicat de garantie à option, avec répartition à la lyonnaise pour les titres faisant partie de la garantie, et répartition à la parisienne pour ceux de l'option.

Acte syndical (1).

Afin de se procurer les ressources nécessaires au développement de ses affaires, le Conseil d'administration de. . . . a décidé de procéder à l'émission de 50.000 obligations 5 0/0 de 500 fr. nominal rapportant un intérêt annuel de 25 francs.

ART. 1^{er}. — Entre les signataires du présent acte, sans solidarité entre eux et chacun d'eux à concurrence du nombre de titres pour lequel il déclare y adhérer, il est constitué un syndicat ayant pour objet :

1^o La prise ferme de 40.000 des susdites obligations à 465 francs l'une.

2^o La levée éventuelle, en totalité ou en partie, d'une option consentie au syndicat pendant une durée de six mois à dater du 22 février 1912, sur les 10.000 obligations restantes, au prix de 465 francs par titre, plus les intérêts courus à 5 0/0 depuis le 1^{er} avril 1912 jusqu'au jour de la levée totale ou partielle de l'option.

3^o La réalisation en commun par voie de placement, introduction en bourse ou autrement, au prix de 490 francs par titre, tant des obligations prises fermes que de celles qui seraient levées sur l'option en question.

(1) Ici, il semble que nous soyons en présence d'un syndicat de garantie, quoique l'acte parle de prise ferme.

ART. 2. — La direction du syndicat est confiée à la banque . . . qui est investie des pouvoirs les plus étendus pour la gestion des opérations syndicales.

Elle fera notamment toutes les dépenses de publicité qu'elle jugera nécessaires, étant toutefois entendu que ces dépenses ne pourront pas dépasser 3 fr. 75 par titre pris ferme ou levé sur l'option. Elle procédera à tous appels de fonds ainsi qu'à toutes répartitions. Elle déterminera la limite des rachats qu'elle jugera utile d'effectuer dans l'intérêt commun, étant toutefois entendu que l'ensemble de ces rachats ne pourra dépasser 10 0/0 des titres précédemment réalisés, tant sur la prise ferme que sur l'option.

La banque. . . prélèvera en rémunération de ses peines et soins, à titre de commission de gestion, 10 0/0 des bénéfices nets du syndicat.

ART. 3. — En ce qui concerne les 40.000 obligations prises ferme, chaque syndicataire sera chargé du placement des titres pour lesquels il participe à leur achat, le solde des obligations qui éventuellement n'auraient pas pour cette partie de l'opération été réalisées devant être réparti entre les syndicataires au prorata de la part non placée par chacun d'eux sur le montant de sa participation. Si les titres placés sur cette tranche de 40.000 obligations revenaient sur le marché pendant la durée du syndicat, ils pourraient être rachetés par la Direction à un prix qui ne pourra être supérieur à 490 francs plus les intérêts courus, pour le compte des participants qui les auraient placés.

Pour les 10.000 obligations données à option, ainsi que pour les titres rachetés dont il est question à l'article 2 ci-dessus, la réalisation des titres s'effectuera pour le compte commun de tous les syndicataires et, en fin d'opération, le solde invendu, s'il y en a un, sera réparti entre eux au prorata de leur participation.

ART. 4. — La commission de placement allouée aux syndi-

cataires est fixée à 10 francs par titre placé, sauf retour dans les trois mois à dater du jour de l'introduction à la Bourse.

ART. 5. — Les comptes du syndicat seront centralisés par la Banque. . .

ART. 6. — L'échéance du Syndicat est fixée au 30 juin 1912, sauf dissolution anticipée par suite de la réalisation de son objet ou prorogation éventuelle de trois mois sur simple décision de la direction.

ART. 7. — L'acceptation des comptes du Syndicat, tels qu'ils seront présentés par la Banque. . . sera obligatoire pour tous les participants.

ART. 8. — La direction du Syndicat ne reconnaît comme participants que ceux qui ont adhéré au présent syndicat lors de sa constitution. Elle reste étrangère à toute rétrocession éventuelle à des tiers.

Le soussigné déclare accepter, aux conditions ci-dessus spécifiées, une participation de obligations avec part proportionnelle dans la levée éventuelle de l'option.

SECTION III

MODÈLES D'ACTES SYNDICAUX ÉTRANGERS.

Allemagne.

I. — Ancienne forme : *Begebungskonsortium* (1).

ART. 1^{er}. — Le but du Syndicat est le placement d'actions de la société par actions « Fabrique de coton de Dannenberg » à concurrence de 2 millions de thalers et pour compte commun.

ART. 2. — Le prix syndical des 2 millions de thalers d'ac-

(1) *R. O. H. G.*, t. XVII, p. 197, 1875.

tions achetées est 92 0/0, y joint 5 0/0 d'intérêt à partir du 1^{er} octobre 1872.

ART. 3. — La Preussische Boden Credit Aktien Bank à Berlin est chargée de la gérance du Syndicat.

ART. 4. — Les syndicalaires ne peuvent demander la dissolution du syndicat avant le 31 octobre ; au contraire ils s'engagent à faire tous les versements demandés par la gérance aux dates fixées dans ces demandes, et ce sans aucune objection.

ART. 5. — La Pr. B. Cr. Akt. Bank a au contraire le droit de dissoudre le syndicat même avant le 31 octobre ; auquel cas les syndicalaires s'engagent à lever les actions restant au compte du syndicat aux dates fixées par la gérance et contre paiement de leur valeur.

ART. 6. — Toutes les dépenses, y compris particulièrement celles de publicité, sont à la charge du syndicat ; elles ne devront pourtant pas dépasser 2 0/0 du montant du capital.

ART. 7. — La Pr. B. Cr. Akt. Bank est dispensée de toute reddition de compte pour les dépenses imputées par elle ; elle n'est pas davantage obligée de donner aucun renseignement (irgend welche Auskunft zu erteilen) au sujet de la manière dont elle a placé les actions ou de toute autre opération par elle entreprise dans la circonstance.

II. — **Forme moderne: Uebernahme u. Begebungskonsortium.**

Convention syndicale relative au placement de 6.000.000 marcs d'actions nouvelles de la Société anonyme... (1).

Les banques et firmes soussignées se sont, pour la prise et la réalisation des 6 millions de marcs d'actions susdites, réu-

(1) Traduit de Grzimek, *op. cit.*, p. 74 s. ; nous reproduisons cet acte comme très complet, mais ceux que nous avons vus étaient en général moins détaillés.

nies avec exclusion de la solidarité en un consortium soumis aux clauses suivantes :

ART. 1^{er}. — La banque A à B, au cas où l'Assemblée générale de la Société, qui se tiendra le 18 août de l'année courante, voterait une augmentation de capital d'un nominal de 7 millions de marcs d'actions, avec jouissance à partir du 1^{er} janvier 1907, et à la condition que cette décision soit inscrite au registre de commerce avant le 18 octobre courant, souscrira au nom et pour compte du consortium un nominal de 6 millions de marcs de ces actions nouvelles, au cours de 135 1/2 0/0 pour les titres timbrés ; lors de la souscription pour compte du consortium, elle effectuera le premier versement de 25 0/0 plus 35 1/2 0/0 d'agio, soit 60 1/2 0/0 ; mais elle retiendra sur les 25 0/0 4 0/0 d'intérêt jusqu'au 31 décembre 1906. Elle prend en outre l'engagement d'offrir aux anciens actionnaires par préférence ces 6 millions d'actions pendant un délai encore à fixer et au nom du consortium, de telle sorte que 6.000 marcs d'actions anciennes donnent droit à 1.200 marcs d'actions nouvelles au cours de 139 0/0. La banque effectuera également pour compte du consortium les versements complémentaires de 75 0/0 lors de leur exigibilité.

ART. 2. — Au consortium participant : la banque A, 37 1/2 0/0 ; E, 22 1/2 0/0 ; F, 20 0/0, etc. ; total 100 0/0.

Ces quotités déterminent aussi la part de chaque syndicalaire dans les titres formant l'objet de ce consortium, étant entendu que la solidarité est exclue entre eux et que par suite le contrat ne donne pas naissance à un patrimoine social en main commune.

ART. 3. — La gérance du consortium appartient à la banque A qui tient également les comptes syndicaux ; mais dans toutes les circonstances importantes, elle devra provoquer une délibération des syndicalaires. Le vote dans ces délibérations aura lieu à la simple majorité, chaque participation

d'1/2 0/0 donnant droit à une voix. Les décisions ainsi prises seront obligatoires pour tous les participants. En cas d'égalité des voix, celle de la gérance est prépondérante.

ART. 4. — L'introduction des actions nouvelles aux bourses de B... et D... aura lieu aussitôt que possible. La demande d'admission et le prospectus seront signés de tous les syndicataires ; et ceux-ci sont à la fois justifiés et tenus de collaborer à la vente des actions sans considération de leur participation.

ART. 5. — La banque A est chargée pour compte du consortium de soutenir le cours des actions anciennes, de surveiller l'exercice du droit de priorité des anciens actionnaires sur les nouvelles actions pendant le délai qui sera fixé et de servir d'intermédiaire pour l'achat et la vente des montants rompus (1). Elle peut dans ce but racheter jusqu'à 600.000 m. d'anciennes ou de nouvelles actions.

ART. 6. — La gérance fait les appels de fonds aussitôt que sont exigibles les versements sur les actions et d'ailleurs chaque fois que la situation du Syndicat l'exige. Pour toute avance qu'elle fait, la gérance se réserve 1 0/0 d'intérêt au-dessus du taux d'escompte de la Reichsbank. Les sommes portées au crédit du syndicat ne reçoivent pas d'intérêt, mais donnent ouverture à une répartition dès qu'elles atteignent 150.000 marcs.

ART. 7. — La clôture du consortium est fixée au 30 juin 1907, mais il peut être prolongé de six mois par une décision des syndicataires. Dans ce cas, la simple majorité suffit,

(1) Les *droits* ou *montants rompus* (krumme Betragé, Spitzen) sont en termes de banque les parts sociales insuffisantes à elles seules pour permettre l'exercice du droit de préférence des anciens actionnaires, mais qui sont employées comme compléments dans ce but : ainsi trois actions anciennes donnent droit à souscrire une action nouvelle ; la personne qui n'en possède que deux achète un droit, c'est-à-dire loue au titulaire d'une seule action le droit de l'utiliser en vue de la souscription. Les droits ont un cours.

comme il a été dit au paragraphe 3. Le syndicat pourra être également dissous avant le terme fixé en cas d'accomplissement de son objet. S'il reste à la dissolution des actions non placées, elles seront réparties entre les syndicataires au prorata de leur participation.

ART. 8. — Les comptes établis par la Banque A sont obligatoires pour tous les syndicataires après examen et approbation de la banque E.

Lieu, date.

Signatures.

Italie.

Cf. les actes syndicaux réunis par M. Angeloni, *op. cit.*, p. 203.

Angleterre.

I. — Underwriting sans syndicat.

Société limited... ; Emission de £ 500.000 d'obligations.

A MM.

MM.

Je m'engage dans les circonstances indiquées ci-dessous à souscrire pour (to apply for). . . . de l'émission sus-indiquée, au cas et au moment où vous m'en ferez la demande et au prix et aux conditions spécifiées dans le Prospectus : en suite de quoi vous m'attribuez une commission de 2 0/0 sur ladite somme.

Mais si à la suite de la publication du prospectus la totalité de l'émission est couverte, il est entendu que je n'aurai à subir aucune répartition (allotment). Si l'émission n'est couverte que partiellement, ma part dans la répartition du non couvert sera fixée au prorata des personnes co-intéressées à l'émission. Dans les deux cas, il reste entendu que j'ai droit

à ladite commission de 2 0/0 sur le montant nominal de la somme indiquée supra, à savoir.

Au cas où malgré votre demande je manquerais à vous faire ma demande de souscription (to put in an application), je vous autorise par la présente à faire cette demande (à souscrire) en mon nom, et m'engage à accepter la répartition qui me sera faite en suite de quoi, aux conditions susindiquées.

Il reste entendu clairement et de bonne foi entre nous que nous ne ferons aucune vente directe ou indirecte avant la répartition générale.

Adresse. Date.

Signature.

II. — Formule simplifiée d'underwriting entre gens d'affaires honorablement connus.

MM.

Moyennant une commission de. 0/0 sur £. de l'émission sus-indiquée, je vous autorise par la présente à m'appliquer une part à concurrence de., et je m'engage à accepter de payer ma part, proportionnelle à cette somme, des titres non souscrits par le public.

III. — Syndicat de garantie : Underwriting syndicate.

Emprunt de 1909.

Offre de £ 1.172.440. Bons au porteur à 98 1/2.

MM.

Nous vous prions de confirmer l'arrangement en vertu duquel vous avez pris une participation nominale de £. dans le syndicat de souscription des bons ci-dessus indiqués.

Les bons seront émis à 98 1/2 0/0. Ci-inclus une formule de souscription, que vous voudrez bien signer et nous retourner, avec un chèque de £., le dépôt exigé.

En cas de souscription intégrale par le public, le syndicat

sera déchargé de toute responsabilité et votre cautionnement vous sera retourné ; mais en cas de souscription partielle, le syndicat subira une répartition proportionnelle. Il est entendu qu'aucune vente des valeurs de cet emprunt ne devra avoir lieu avant la répartition.

Prière de nous confirmer votre acceptation à cette répartition en signant et en nous retournant dans l'enveloppe ci-jointe la formule y annexée.

Vu :

Le Président de la Thèse,
E. THALLER.

Vu :

Le Doyen,
F. LARNAUDE.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris.

Pour le Vice-Recteur, l'Inspecteur de l'Académie.

ISTRIA.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
BIBLIOGRAPHIE	v
INTRODUCTION	1

PREMIÈRE PARTIE

LES SYNDICATS D'ÉMISSION AU POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

TITRE PREMIER

Développement historique des syndicats d'émission.

Généralités	9
-----------------------	---

CHAPITRE PREMIER. — L'Antiquité.

I. Grèce, les trapézites fermiers d'impôts. — II. Egypte. — III. Rome, les syndicats de publicains et les émissions. . .	13
---	----

CHAPITRE II. — Les temps modernes.

SECTION I. — *Moyen âge et XVI^e siècle.*

I. Au moyen âge, peu de syndicats, sauf les montes des cités italiennes.	
II. Au xvi ^e siècle augmentation des besoins d'argent ; diffé- rences entre les emprunts du xiv ^e et du xvi ^e . — III. Fi- nanciers et Bourses ; Lyon et Anvers. — IV. Les emprunts publics et les syndicats de marchands allemands ; leur structure. — V. Les syndicats de banquiers gènois (Asien- listes) et le roi d'Espagne	20

SECTION II. — *Le XVII^e siècle.*

I. Les syndicats en Hollande. — II. En France, les traitants ou partisans forment des syndicats ; syndicats italiens et français. — III. Leurs abus	35
---	----

SECTION III. — *Le XVIII^e siècle.*

- I. La compagnie des Fermes générales ; sa formation. —
- II. L'importance de son rôle financier ; la Compagnie Banque d'Etat. — III. La Compagnie syndicat d'émission. — IV. Conclusion 40

CHAPITRE III. — **La période contemporaine.**SECTION I. — *Les syndicats d'émission dans la première moitié du XIX^e siècle.*

- I. Emissions d'emprunts publics et de valeurs privées. —
- II. Adjudication des emprunts publics à des syndicats de banquiers sous la Restauration et Louis-Philippe. —
- III. Les syndicats et le développement de l'industrie . . . 50

SECTION II. — *Le second Empire.*

- I. Les syndicats et les fonds d'Etats étrangers. — II. Les procédés d'introduction des actions par les syndicats ; l'influence du Crédit Mobilier. — III. Protestations contre les syndicats 58

SECTION III. — *Les syndicaux sous la troisième République.*

- I. Le paiement de l'indemnité de guerre. — II. La reprise des affaires et l'essor des syndicats d'émission. — III. La crise de 1882 et le krach de l'Union générale. — IV. Les syndicats d'émission en Allemagne à cette date ; jurisprudence. — V. La jurisprudence française lors du krach. — VI. Les syndicats d'émission depuis la crise ; doctrine et jurisprudence. 64

TITRE II

Les syndicats d'émission à l'époque actuelle.

- Remarques préliminaires : le groupement des banques et les syndicats d'émission en France. 78

CHAPITRE PREMIER. — **La pratique des syndicats d'émission.**SECTION I. — *Dans quels cas les émetteurs recourent-ils aux syndicats d'émission ?*

- I. Constitution d'une société nouvelle : A) Fondation simultanée ; B) Fondation successive. — II. Augmentation du

;

;

capital. — III. Emissions d'obligations et d'emprunts d'état : A) Adjudication à un syndicat de banquiers ; B) Système du robinet ; C) Emission publique à date fixe. — IV. Conversions.	84
--	----

SECTION II. — *Création et fonctionnement.*

I. Les pourparlers ; la société et le banquier émetteur. — II. La formation du syndicat ; syndicat de garantie et syndicat de placement ; l'acte syndical. — III. Le fonctionnement du syndicat ; le placement ; les interventions en Bourse ; la commission de placement ; abus et précautions à prendre. — IV. La liquidation du syndicat ; syndicats à la parisienne et à la lyonnaise.	98
--	----

CHAPITRE II. — **Les syndicats à l'étranger.**

I. Allemagne : a) emprunts publics ; b) émissions de valeurs industrielles ; c) l'opération syndicale. — II. Autriche-Hongrie et pays voisins de la France. — III. Angleterre	121
---	-----

CHAPITRE III. — **Les syndicats instruments de la politique étrangère et les syndicats internationaux.**

I. Rôle politique des syndicats. — II. Formation et développement des syndicats internationaux.	135
---	-----

CHAPITRE IV. — **Appréciation de la fonction économique du syndicat d'émission.**

I. Critiques adressées au syndicat. — II. Justification de la prime du syndicat par les services qu'il rend et les risques qu'il court. — III. Prélèvements scandaleux de certains intermédiaires dont le discrédit ne doit pas retomber sur le syndicat.	143
---	-----

DEUXIÈME PARTIE

LES SYNDICATS D'ÉMISSION AU POINT
DE VUE JURIDIQUE

TITRE PREMIER

Structure juridique du syndicat.

Généralités	155
-----------------------	-----

CHAPITRE PREMIER. — D'une classification des syndicats d'émission.

- I. Classifications usitées dans la pratique. — II. Classifications énumératives. — III. Classifications fondées sur les rapports externes du syndicat ; critique. — IV. Classifications fondées sur l'analyse des rapports internes : syndicat pour l'écoulement des titres, syndicat pour la prise et l'écoulement des titres ; critique : elles sont inapplicables et insuffisantes. — V. Inutilité d'une classification des syndicats 159

CHAPITRE II. — Nature juridique du syndicat d'émission.

- I. Données du problème. — II. Le contrat syndical contrat d'achat et de commission ; critique. — III. Le syndicat est une société. Est-ce une société commerciale non publiée, particulièrement une commandite ? Non, motifs. Aucun syndicat en France ne correspond davantage à la société anonyme par quotités du droit italien. — IV. Le syndicat association en participation : il est temporaire, occulte, dépourvu de capital social ; réfutation des objections. — V. Jurisprudence 171

Appendice. — Nature juridique du syndicat d'émission en droit comparé : Belgique, Italie ; le droit allemand avant et après le nouveau Code civil 191

CHAPITRE III. — Objet du syndicat d'émission.

SECTION I. — Commercialité de son objet.

Motifs ; limites ; conséquences 197

SECTION II. — Validité de son objet.

- I. La formation du syndicat est-elle une manœuvre dolosive ? Jurisprudence. — II. Le syndicat est-il une coalition illicite ? Renvoi de la question. — III. Le syndicat n'est-il pas une négociation d'actions d'une société non encore existante ? Comparaison avec les droits belge et italien 199

TITRE II

Rapports juridiques nés du syndicat d'émission.

Généralités.	210
----------------------	-----

CHAPITRE I. — Rapports externes du syndicat avec la société ou l'emprunteur. La formation du syndicat.

Généralités.	212
----------------------	-----

SECTION I. — Nature du contrat.

I. Analyse des <i>différentes modalités du contrat</i> : contrats de prise ferme, de garantie, de commission. — II. <i>Intérêts pratiques</i> de cette division : 1° droit fiscal (droit de transmission, taxe sur les opérations de Bourse, impôt sur les primes de remboursement, timbre, taxes sur les valeurs étrangères) ; 2° formalités constitutives ; 3° responsabilité en cas de placement de valeurs non libérées ; 4° rémunération du syndicat (émission au pair et émission à prime) ; 5° taux de remboursement des obligations. — III. <i>Critérium</i> pratique de la distinction : jurisprudence fiscale ; s'attacher non aux termes du prospectus, ni aux éléments extrinsèques, mais à la structure interne du contrat.	213
--	-----

SECTION II. — Qui se trouve lié par le contrat.

I. <i>Importance de la question</i> , principalement en cas de prise ferme. — II. Analyse des <i>différentes situations de la pratique</i> : 1° souscription par chaque syndicataire ; 2° souscription par le gérant mandataire ; 3° souscription par le gérant porte fort (Jurisprudence, effets de la ratification des syndicataires) ; 4° souscription par le gérant prête-nom (la ratification des syndicataires les rend cessionnaires du gérant)	238
--	-----

SECTION III. — Validité du contrat.

I. <i>Droit commun</i> : causes de nullité, effets, jurisprudence. — II. <i>Validité de la clause d'option</i> : Utilité pratique de l'option. A) Structure juridique de la clause ; comparaison avec la vente directe à option. B) La clause est-elle licite ? Elle n'équivaut ni à une condition purement potestative, ni à une libéralité sans cause. C) Les syndicats de Panama.	250
--	-----

CHAPITRE II. — Rapports internes des syndicaux. Le fonctionnement du syndicat.

Généralités	264
-----------------------	-----

SECTION I. — Condition des titres au cours du syndicat.

Complexité du problème. — I. <i>L'émetteur a pris les titres à garantie</i> : le syndicat de garantie. — II. <i>L'émetteur a pris les titres ferme</i> : nécessité de faire des sous distinctions : A) Si chacun des syndicaux est l'ayant cause de la société, ils restent propriétaires dans le syndicat de prise ferme. B) Le gérant a traité en son propre nom, mais soit pour compte des syndicaux : ceux-ci deviennent immédiatement propriétaires des titres ; soit pour son compte propre : il peut alors former soit un syndicat de garantie, soit un syndicat de prise ferme, dont les membres sont ses ayants cause. Dans ce dernier cas le gérant est vendeur des titres aux syndicaux ; discussion des objections : la fonction de directeur du placement n'absorbe pas celle de vendeur. — III. <i>Critérium pratique</i> . — IV. <i>Titres exclus des ventes et titres bloqués</i> . — V. <i>Titres rachetés</i>	265
---	-----

SECTION II. — Rapports des syndicaux entre eux au cours du syndicat.

I. Principe. — II. <i>Formes de la gérance</i> : gérant unique, comité. — III. <i>Rapports du gérant avec les syndicaux</i> : A) A titre de fondateur du syndicat : gérant vendeur, gérant commissionnaire d'achat, conséquences ; B) A titre de chef du syndicat : gérant chef d'une participation unique ou centre d'une série de participations de but commun ; C) A titre de directeur des opérations de placement : gérant mandataire des syndicaux. — IV. <i>Obligations du gérant</i> : doit-il fournir des renseignements au cours du syndicat ? — V. <i>Pouvoirs du gérant</i> : revue de la jurisprudence (conclusion des accords utiles, répartition entre syndicaux, droit de réduction des parts syndicales, fixation des dépenses d'émission, cours et mode de placement, commission de placement, rachats, etc.). — VI. <i>Droits et obligations des syndicaux</i> : a) vis-à-vis des tiers ; b) vis-à-vis du gérant ; c) vis-à-vis des autres syndicaux	282
---	-----

SECTION III. — *Rapports des syndicaux à la disparition du syndical*. 303

§ 1. — CAUSES DE DISPARITION DU SYNDICAT. — I. *Causes de nullité et de résiliation*. — II. *Causes de dissolution* : expiration du terme, accomplissement de l'objet, impossibilité d'exécution, délibération des participants, décision du gérant (prorogation), mort, interdiction, faillite, liquidation judiciaire soit du gérant, soit d'un syndicalaire 304

§ 2. — EFFETS : LIQUIDATION DU SYNDICAT. — I. *Effets de la nullité et de la résiliation*. — II. *Effets de la dissolution* : reddition des comptes ; 1° Obligations de rendre des comptes ; la dispense de rendre des comptes est-elle valable ? Elle décharge seulement le gérant de comptes détaillés ; jurisprudence ; 2° Répartition des gains et des pertes ; 3° Approbation des comptes : par qui ? comment ? obligations qui en dérivent (Le gérant peut-il opposer en compensation sa propre créance contre un syndicalaire ? Répartition des parts des insolubles ; absence de solidarité entre syndicaux ; garanties du gérant). 314

SECTION IV. — *Sous-syndicaux*.

I. Utilité des sous-participations. — II. Comment distinguer le sous-syndicalaire du syndicalaire principal ? Nature du contrat de sous-participation ; conséquences fiscales. Le sous-syndicalaire n'entre pas en rapports directs avec le gérant du syndicat principal. — III. Effets du contrat : A) entre le syndicalaire qui l'a formé et ses associés ; B) Vis-à-vis du syndicat principal 327

CHAPITRE III. — **Rapports externes du syndicat avec le public. La responsabilité du syndicat.**

REMARQUES PRÉLIMINAIRES ; comment se trouve engagée la responsabilité du syndicat d'émission.

I. Position du problème. — II. Fraudes à l'occasion de la constitution des sociétés. — III. Emploi de manœuvres destinées à attirer des souscripteurs : organisation d'une mise en scène (syndicats fictifs), publication de faits faux. — IV. Agiotage et maquillage du marché des titres. 334

SECTION I. — *Responsabilité pénale du syndicat d'émission.*

Cette responsabilité ne frappe généralement que le gérant du syndicat et les administrateurs de la société émettrice.

— I. *Fraudes dans la constitution des sociétés* : articles 13 et 14 de la loi de 1867. — II. *Organisation d'une mise en scène trompeuse* : article 405 du Code pénal. — III. *Publication de faits faux* ; les peines du faux sont en général inapplicables ; peines d'escroquerie ; portée d'application de l'article 15 de la loi de 1867. — IV. *Agiotage et falsification des cours* : A) L'article 419 du Code pénal sur l'accaparement est inapplicable ; évolution de la jurisprudence : les valeurs mobilières syndiquées ne sont ni des marchandises, ni en général des effets publics. B) Aussi les rachats ne sont pas en principe punissables ; mais les articles 405 du Code pénal et 15 de la loi de 1867 permettront d'atteindre les manœuvres frauduleuses employées pour fausser les cours (rachats, reports frauduleux, marché et cote fictifs) 343

SECTION II. — *Responsabilité civile du syndicat d'émission.*

La loi française n'organise pas la responsabilité civile de l'émetteur au contraire de la loi allemande 367

§ I. — DANS QUELS CAS LE SYNDICAT EST-IL CIVILEMENT RESPONSABLE ?

I. Action civile et action publique. — II. Responsabilité des syndicataires à titre de *fondateurs* d'une société nulle (art. 42, loi de 1867) ; quand les syndicataires sont-ils des fondateurs ? — III. Responsabilité des syndicataires à titre d'*administrateurs* (art. 44, loi de 1867) : A) Responsabilité des administrateurs, soit pour avoir pris dans l'émission, c'est-à-dire dans un marché, un intérêt direct, soit pour avoir par des rachats diminué le capital social : B) Responsabilité de la société, soit qu'elle prenne part au syndicat, soit que ce dernier soit son mandataire. — IV. Responsabilité du *droit commun* (art. 1382 C. civ.). A) La jurisprudence organise la *responsabilité délictuelle* des émetteurs ; ses conditions d'application. B) Insuffisance de cette responsabilité au point de vue des réticences dolosives. C) Construction de la *responsabilité de l'émetteur à titre de vendeur* : le prospectus est une sorte de cahier des charges contenant l'affirma-

tion de certaines qualités des titres ; responsabilité à raison de l'erreur et du dol ; garantie des vices cachés. D) *L'émetteur peut-il être considéré comme un vendeur ?* Exemple du droit allemand. Discussion des objections doctrinales (la vente de valeurs de Bourse se fait sans garantie, le secret des agents de change empêche les recours), et du système de la jurisprudence fondé sur le prospectus. E) *Dans quels cas faut-il considérer l'émetteur comme un vendeur ?* Il ne faut pas s'attacher aux termes du prospectus, ni au mode d'émission, ni au fait que le syndicat agit en son nom ou au nom de la société, mais voir s'il agit pour son compte ou pour le compte de la société ; critérium pratique 369

§ 2. — RESPONSABILITÉ CIVILE DES MEMBRES DU SYNDICAT.

- I. Le gérant opère seul et en son nom. — II. Chaque syndicaire place en son propre nom. — III. Le placeur invoque le syndicat pour influencer la clientèle 401

TITRE III

Les syndicats d'émission et la réglementation légale.

Limites de l'intervention légale : Il ne s'agit ni de changer le type de l'association en participation, ni de prohiber les syndicats, mais de prendre certaines précautions contre leurs manœuvres 409

SECTION I. — *Mesures contre l'agiotage.*

- I. Contre les ventes à l'émission. — II. Contre la spéculation des fondateurs de sociétés nouvelles. — III. Contre les manœuvres de Bourse des syndicats. 412

SECTION II. — *Mesures destinées à protéger contre les syndicats le capital des sociétés.*

- I. Mesures diverses. — II. Prime d'émission. — III. Le système anglais de la publication de la commission syndicale est-il applicable en France ? 415

SECTION III. — *Organisation d'une publicité et de la responsabilité des émetteurs.*

- I La tendance législative actuelle et les vœux du Congrès des sociétés de Bruxelles (1910). — II. Les conditions que devrait remplir la publicité : A) Quant aux rensei-

gnements fournis ; B) Quant à la responsabilité organisée : étude du système allemand	420
<i>Conclusion.</i> — Le projet de loi du gouvernement ou projet Klotz (1912). — Critique : il n'organise aucune responsabilité sérieuse justifiant les frais qu'il entraîne. Les caractères d'une publicité efficace. Le syndicat garantissant la solvabilité des émetteurs	428

ANNEXES

SECTION I. — *Quelques documents syndicaux.*

I. Syndicat de la Banque d'épargne et de crédit (1881). —	
II. Syndicat de la Société nouvelle de crédit (1881). —	
III et IV. Syndicats de Panama. — V. Syndicat de la Banque Franco-Espagnole (1907). — VI et VII. Conventions de garantie d'emprunts de la Ville de Paris (1910 et 1911). — VIII. Emprunt argentin (1911)	437

SECTION II. — *Modèles usuels d'actes syndicaux.*

I. Syndicat entre premiers actionnaires d'une société. —	
II. Syndicat de prise ferme à la parisienne. — III. Syndicat de garantie à la lyonnaise. — IV. Syndicat de prise ferme à la lyonnaise. — V. Syndicat de garantie avec engagement direct des syndicataires envers la société. —	
VI. Syndicat de garantie avec option et répartition mixte	452

SECTION III. — *Modèles d'actes syndicaux étrangers.*

Allemagne. — I. Ancienne forme. — II. Nouvelle forme.

Italie. — Renvoi.

<i>Angleterre.</i> — I. Underwriting sans syndicat. — II. Formule simplifiée. — III. Underwriting syndicate.	464
--	-----

TABLE DES MATIÈRES	471
------------------------------	-----

Imp. J. Thevenot, Saint-Dizier (Haute-Marne)
